全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HZ BOOKS
华章经管

Ahead of the Curve

A Commonsense Guide to Forecasting Business and Market Cycles

[美] 约瑟夫 H. 埃利斯（Joseph H. Ellis）著
任曙明 等译

经济学 实用

我在高盛的经济预测法

经济走势会否发生重大转变？是变好还是变坏？

或者已经走在衰退的路上？

经济走势会否发生重大转变？是变好还是变坏？

纯文字的臆测？不靠谱！

高深的数学公式？看不懂！

高盛的实用预测法，教你看懂真实的经济走势！



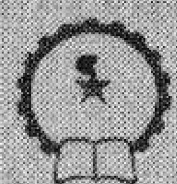
机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

[美] 约瑟夫 H. 埃利斯（Joseph H. Ellis） 著
任曙明◎等译

我在高盛
经济预测法

AHEAD OF THE



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Joseph H.Ellis. Ahead of the Curve: A Commonsense Guide to Forecasting Business and Market Cycles.

Copyright © 2005 by Joseph H. Ellis.

Simplified Chinese translation copyright © 2011 by China Machine Press.

No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or any information storage and retrieval system, without permission, in writing, from the publisher.

All rights reserved.

本书中文简体字版由Harvard Business School Press通过博达授权机械工业出版社在中华人民共和国境内独家出版发行。未经出版者书面许可，不得以任何方式抄袭、复制或节录本书中的任何部分。

封底无防伪标均为盗版
版权所有，侵权必究
本书法律顾问 北京市展达律师事务所

本书版权登记号：图字：01-2006-6995

图书在版编目（CIP）数据

我在高盛的经济预测法 / (美) 埃利斯（Ellis, J. H.）著；任曙明等译. —北京：机械工业出版社，2011.6

（实用经济学）

书名原文：Ahead of the Curve: A Commonsense Guide to Forecasting Business and Market Cycles

ISBN 978-7-111-34768-2

Ⅰ.我… Ⅱ.①埃… ②任… Ⅲ.经济预测－方法 Ⅳ.F201

中国版本图书馆CIP数据核字（2011）第092520号

机械工业出版社（北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037）
责任编辑：蒋桂霞　　　　版式设计：刘永青
北京瑞德印刷有限公司印刷
2011年6月第1版第1次印刷
170mm × 242mm · 17.5印张
标准书号：ISBN 978-7-111-34768-2
定价：39.00元

凡购本书，如有缺页、倒页、脱页，由本社发行部调换
客服热线：（010）88379210，88361066
购书热线：（010）68326294，88379649，68995259
投稿热线：（010）88379007
读者信箱：hzjg@hzbook.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AHEAD OF THE CURVE

前　言

任何人，无论是普通商业人士和投资者，还是最顶尖的首席执行官和投资经理，只要对经济感兴趣，几乎都会被充斥于报纸、电视新闻中的各种经济传闻以及自相矛盾的经济报道所迷惑。这些经济报道通常向人们表明“经济正在走强”或“经济趋于疲软”等基本论调，但它们很少深入分析经济走势，这使得人们难以认清经济形势而陷入困惑之中。因此，在企业经理、投资专家和个人投资者中，对未来经济和投资前景感到茫然、不知所措是一个普遍存在的现象。

本书讨论的方法是我作为华尔街投资分析师25年来的工作成果，这一方法的提出是为了简化和阐明经济数据的使用，以便预测基本经济走势以及可能的股票市场走向。1970～1994年，我专职从事零售业的分析，关注整个行业的发展趋势及一些公司的业绩表现，工作的最终目标是向高盛集团的客户提供整个零售业以及零售企业股票（如沃尔玛（Wal-Mart）、联邦百货（Federated Department Stores）和盖普（Gap））的投资前景等相关建议。

在职业生涯的早期，我就逐渐认识到，不能等到经济走势已经体现在股票市场以及公司销售和利润的变动上，才采取应对措施，而是应该尽可能地走在曲线之前，对消费支出和宏观经济走势加以预测。几乎没有经济学家能够成功地做到这一点，但我不能因此而放弃这项工作，止步不前。出于好奇，更多的是为了避免经济波动造成的损失，我开始着手研究如何改进现有的方法，以便更好地预测消费支出和其他经济部门的发展走势。而且，我期望以一种清晰的方式来阐述预测的基本原则和方法，使客户不仅能理解预测结论，还能把握预测所使用的基本原理。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这就有必要研究在过去几十年的经济周期中各经济指标间的相互关系。而首要的问题就是，这些序列在过去是否存在一贯的、反复出现的因果关系。也就是说，是否存在可预测的关系，只有这样，我们才能使用这些关系预测各经济指标的未来走向。

令人兴奋的是，不久我就发现，经济事件并非如预想的那样是随机和不可预测的。恰好相反，经济中存在大量具有实际预测价值的因果关系，然而，它们的预测价值往往被人们低估，因而未被充分利用，即使在专业经济学家中也是如此。这些因果关系有些是众所周知的，而有些却鲜为人知，但都没有被纳入一个分析框架或一套基本原则中加以分析和有效运用。

因此，我的主要任务是：提出一种简单的、易于理解的方法，用于监测和分析各经济数据序列，这些序列描绘了经济的增长与下滑；建立一种框架，以便把握经济事件变化的时间**顺序**，这种顺序往往出现在典型周期中。显然，我们不可能凭记忆分析过去40多年来经济发展历程中的一长串经济数据，而图表能直观地描绘各主要经济数据序列间存在的长期关系，是我们唯一可以依赖的有效分析工具。事实上，人们完全不必依靠消费者信心、耐用品订单、利率和“艾伦·格林斯潘将会采取什么措施”等各种经济传闻和报道，就能利用图表**观察**到经济序列间存在的有价值的因果关系，这些关系在过去几十年中一直随经济周期重复出现，至今仍然保持极高的相关性。实际上，通过绘制、观察图表来“理解经济运行”是可能的。

评价经济和股票市场周期时，最危险的一句话莫过于“这次不同于以往”！实际上，正如本书所阐述的，过去40年中，每轮经济周期都遵循相同的因果关系时间表，而且各经济组成部分的增幅或降幅通常相似，各轮经济周期的相似性远远超过了它们之间的差异！

这一发现让人欣慰，它表明人们能够利用这些因果关系，预测未来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期中的经济走势。通过追踪主要有效领先指标的**变化率**，而不是它们的绝对数值，我经常在其他人普遍察觉到趋势之前，及早地把握了关键的经济转折点，即经济增速的加快和回落，尽管并非总是能做到这一点。简言之，借助这些方法，在充分利用各因果关系预测经济走势的变化上，我越来越得心应手。

20世纪70年代中期，我开始利用这些因果关系图表，在恰当的时间预测消费支出、零售企业股票和整个股票市场的走向。让我高兴的是，这种新方法很奏效，并为我在同行中赢得了明显的竞争优势。虽然，我并不总能提前很长时间就发现经济拐点，但是这种新方法通常能让我在其他投资专家之前做到这一点，而我也能更深刻地认识当前经济和股票市场在周期中所处的位置。多年来，我已经成功地运用本书所讨论的方法，相信这些方法对商业人士和投资者来说也是极具价值的，这也正是我写本书的目的。

本书的目的

写作本书有两大主要目的：

- **帮助人们理解和克服各种商业、投资机构以及经济学家关于经济信息的解释和分析方法上所存在的主要缺陷。**如果人们想在大部分损失（或利得）发生之前预测到经济周期的拐点，就必须构建一个用于分析经济数据的新框架。本书的第一部分将试图阐述这一问题。
- **将这种新框架用于预测。**本书的第二、三部分识别和追踪了经济周期的关键驱动因素以及各经济指标在经济增长和下滑的不同阶段中变化的时间顺序。第四部分深入到经济内部，运用相同方法分析行业和公司的发展前景。

本书详细讨论的这些方法，来源于本人作为华尔街的投资分析师，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从业30多年来对经济现象的谨慎追踪和实证考察。借助于这些方法，我得以把经济运行和股票市场放入历史背景中加以分析，从而得出有意义的结论：经济周期正处在哪一个阶段，此时的经济态势如何，而未来的经济走势又如何等。当领先指标指向不明时，我自然无法判断未来经济走势；然而，当领先指标的变化表示经济正处在上升或下降阶段时，我就能准确地预测未来走势。本书把股票市场和每轮周期中各经济指标变化的时间表联系在一起，因为股票市场本身就是一个关键的经济指标，具有十分重要的作用。

主要观点

这里先简单地介绍本书的基本观点，这样，从一开始，读者就能对主要结论有一个初步了解，并随着本书内容的展开而充分掌握这些观点。

1. 关键经济指标间的因果关系及其出现的时间顺序在各轮经济周期中重复出现，所以，这些关系能用于预测未来的经济周期。

2. 为了运用这些关系进行预测，首要的是弥补一般经济报道和分析在数据处理方法上存在的两大错误。

- 大多数经济观察者过度依赖于“衰退”，即经济连续两个季度出现**绝对下降**，作为经济损失的主要衡量指标。事实上，衰退是经济增长减缓的一种滞后指标，对企业经理和投资者来说，没有太大用处。消费支出和其他经济驱动因素的**增长率**达到**峰顶**并开始回落时，经济和股票市场的大部分损失就已经形成。这些增长率的下降通常领先于衰退一年，即先于经济总量**绝对下降**1年出现。因此，如果想走在曲线之前，我们必须学会尽早地发现增长率下降的迹象，作为经济滑坡的重要衡量指标，而不是去识别衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 人们普遍根据与前一个季度或前一个月相比的方法来衡量经济数据，试图描绘经济趋势的短期敏感性。尽管这种做法无可厚非，但导致序列出现过多噪声，使得人们无法辨清经济数据序列间有效的潜在关系。

3. 第5章表明，根据与**前一年相比的变化率**来追踪和分析经济数据序列，有助于我们提高运用这些序列预测未来经济走势的能力。本书使用ROCET（rate of change in economic tracking）代表改进后的经济数据监测方法。一旦人们掌握了这些新的数据监测和分析技术，就会发现绘图法作为一种分析方法，能够帮助人们更好地追踪两个经济数据序列间的相互关系，具有很强的预测功能。

4. 到目前为止，消费支出在美国经济中的比重仍然是最大的，它驱动着其他经济部门中各指标的增长率发生变化。其他经济部门，无论从规模还是从因果关系特征上看，都无法与消费支出相比而成为经济周期的首要驱动因素。然而，显而易见的是，消费支出并没有得到经济预测人员的足够重视。如果我们能够预测消费支出的拐点，就能成功地预测整个经济以及股票市场的转折点。本书认为各经济指标变化的时间顺序是：首先从消费者的个人实际单位时间收入开始，它是消费支出的理想领先指标，接着通过需求链到达消费支出，紧接着是工业生产、资本支出，最后是公司利润。

5. **滞后**经济指标，如就业和资本（企业）支出等，通常被误认为是主要的经济驱动因素。事实上，这些滞后指标通常具有一定的欺骗性，让不谨慎的人在经济及股票市场越过峰顶后还保持乐观，而在走出谷底后仍然持有悲观态度。识别这些滞后指标有助于人们对经济走势保持清醒，尽管其他人还在为此争论不休，并沉迷于当前的经济态势。

6. 我们还可以深入到宏观经济内部，预测各行业部门增长的加速和

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回落。人们预测这些行业或公司的需求周期时，可以在规模较小的经济组成部分中选择一些指标，这些指标可能更有利于预测。[1]

经济学著作中的两种极端分析方法

经济类图书和其他经济出版物中的分析方法倾向于两个极端，这两种极端的分析方法通常无法让读者从书中掌握一些工具用于预测经济，从而使他们感到无所适从，当读者想从书本中寻找一些预测工具用于企业经营和投资时，更是如此。

第一个极端是使用纯文字进行分析和表述，缺少应有的实际数据支撑和相关内容说明。这种著作大部分涉及消费者和企业心理学，例如，消费者和企业如何做出投资和购买决策，他们的行为是理性的还是非理性的。这些用纯文字表述的著作容易被读懂，也能提出一些有价值的、可供参考的观点，但是它们通常不能提供**具有一定操作性的预测基本方法**。人们不能凭借这些著作的内容来预测未来经济前景，因为未来经济走势只能依靠**数字**加以量度和预测。

第二个极端正好与第一个相反，数学家和理论家经常使用这种分析方法，他们用复杂的假设和公式描述学术界最高深的统计思想，但是只有少数具有相同水平的学者才能读懂这些内容，并为其所用。事实上，更重要的是，学术界的这些理论很少能被运用于现实生活中的投资和企业经营，而普通读者更不可能使用这些理论。尽管如此，假如这些深奥的方法确实能精确地预测出经济和股票市场的走势、拐点，那么，即使我们不能理解这些方法的内涵，也可以简单地接受并使用它们。但是，事实并非如此。

普通读者、商业人士和投资者，无法从这两类著作中找到**具有一定操作性的基本方法**来进行预测，从而对预测感到无所适从。具有讽刺意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

味的是，这倒是让一切变简单了：人们只需听天由命，总之除了看晚间新闻，不需要做任何事情，也免去了对经济走势进行分析的劳累。这样，我们就陷入一种无法对经济走势进行预测也无须预测的状态。

写本书的原因在于，我相信在经济学著作的两种极端分析方法之间，一定存在一种易于理解的、操作性强的方法。而首先必须认识到的是，人们只有不断努力并投入大量的精力，才能提出和发展这样一种预测经济和股票市场的方法。因此，读者需要花一些时间和精力，理解简单的、实用性强的基本预测原则，掌握和运用本书中的方法，这样才能把握经济及其各组成部分以及股票市场的变化。然而，读者不需要付出任何代价就能得到理解这些方法所需的工具，而且很容易学会它们，本书将阐述如何使用这些工具。

关于本书内容的说明

本书不是一本经济学教材，也不打算对所有的关键经济问题进行全面论述。本书的目的十分简单，就是帮助人们把每天观察到的错综复杂的一系列经济数据序列，纳入历史背景中加以分析。有时，我会被问及，由于本书主要研究各类经济指标，为什么不花更多的篇幅去论述一些重要学术著作关于经济指标的观点呢？答案本身就说明了本书的主旨：如前所述，尽管人们在宏观和微观层面上进行了大量的有价值的理论和实证研究，但是大部分研究是在一种高深的学术水平上开展的，它们不可能被大多数读者使用。大多数情况下，这类图书对商业人士、投资者和政策制定者等需要预测经济走势的人，并没有太大的实际意义。而本书从经验研究的角度，使用统计方法考察关键经济指标在以往经济周期中如何发挥作用，其中的内容适合于实践中的宏观经济和股票市场预测。而且，即使人们没有获得经济学、数学或心理学等相关学科的高学位，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也能理解和运用本书提出的分析框架。除非一个假说**在预测上具有显著的实用价值**，换句话说，它应该为普通商业人士和投资者所理解，否则，就不是本书所讨论的内容。

例如，本书没有深入研究行为经济学这一日渐盛行的学科领域。不可否认的是，心理和行为在经济中，尤其是在发生重大政治和国际事件（战争和恐怖事件等）时，起到了一定的作用。然而，它们造成的影响主要是受个别事件的驱动，因而是高度不可预测的。此外，本书的图表分析也没有发现根据人们心理编制的统计经济指标能够用于预测的相关例证。各种经济报道所描述的经济传闻以及难以衡量的政治和心理因素，通常使报道的内容具有一定的可读性。但在我看来，如果要提出并运用一种操作性较强的基本方法，追踪主要经济驱动因素，从而更成功地进行预测，我们就不能考虑那些模棱两可的无益于预测的政治和心理因素。

另外，如果一个经济因素确实很重要，在当前及随后的经济周期中发挥了重要作用，但它对经济的影响却是次要的，这种情况也不属于本书的讨论范畴。例如，严重的贸易不平衡及其相关的国际收支盈余或赤字，在任何时候都是一个重要的影响因素。的确，在写作本书时，美国出现了较高的贸易赤字，这导致：其他国家持有的美国国债在美国国债总额中的比重较高；美元相对于其他货币疲软；利率可能出现大幅度上升，以进一步促使美国和其他国家的投资者购买美国债务。尽管在接下来的几年时间内，这种情况对美国经济可能产生实质性影响，但是在决定经济周期演变的各种因素中，它并不是起主要作用的规律性因素，相反，它是众多次要因素中的一种。作为一个经济学分支，贸易赤字问题确实值得经济学教材深入地分析，但是它并不是本书所关注的问题，因为本书讨论的分析方法以密切追踪主要驱动因素为基础，在我们进行预测时，这些因素年复一年地在各轮周期中重复出现。

我们可以将经济周期类比为一年中的四季，总是以相同的顺序重复出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

受外部因素的影响，有些年份的夏天会比其他年份更热一些，有时冬天也会更冷些。但是，夏天来临时天气就会变热，而冬天到来时天气将变冷。同样，经济周期在本质上也表现为上升和下降的交替出现，一些阶段的时间较长，而另一些较短，一些阶段的经济增长率高于正常情况，而另一些的回落幅度较大。但是，本书的图表分析表明，各经济指标领先和滞后的时间**顺序**几乎不随时间而变化，这就像大雪降临之前树叶总是从树上飘落一样。本书在内容安排和表述上力求做到两点：其一，重点分析具有预测价值的那些指标及其变化的时间顺序；其二，将这些指标和顺序用于预测经济和股票市场的周期，并使分析内容易于接受，能被读者运用于实践。

本书使用新颖的分析框架和方法，着重分析学术界的经济学家所熟知的各种指标及其相互关系。强调内容的可读性和实用性是本书的一个特点，这一点对于那些对经济和股票市场感兴趣的普通读者尤其重要，但本书同样适合于学术界的经济学家阅读，事实上，这也正是本人写作本书所期望达到的目的之一。

图表说明

全书涉及大量的图表，大部分图表涵盖了40多年的数据，这些占满一整页篇幅的图表说明，文中解释的因果关系确实存在于现实中，而且实际情况与理论分析相符。这些图表不仅仅考察了40多年的数据，同时还把下列四个要素放在一张图中加以分析：

- 一条曲线是领先的经济数据序列，这些指标是领先指标，代表原因。
- 另一条曲线是滞后指标，其走势受领先指标的驱动。
- 垂直灰长条表示股票市场下跌。这有助于我们确定在两个经济数据序列的周期性变化中，股票市场何时处于下跌状态。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 图表底部的黑方块代表衰退。如前文所述，衰退出现时大部分损失已经发生，对企业或投资者来说，确认衰退发生时再采取应对措施，未免为时过晚，因此衰退这个指标对他们没有实际用处。

如果读者希望把这些经济指标与股票市场、衰退联系起来加以考察，那么在阅读图表时，必须牢牢抓住这四个要素。这些包含着大量历史信息的图表之所以重要，是因为它们提供了必要的证据说明，在经济中这些因果关系以相同的方式作用于各轮周期。读者可以自己判断，是否每个实例都明显地具有这一特征。如果没有这些图表及经验证据，本书提出的预测方法将没有任何意义。预测经济和股票市场的周期及其拐点，与其说是艺术，不如说是一门科学，因为它依赖于合理的统计和经验研究方法。就理论本身而言，如果其内容不能被普通读者所理解和运用，它将没有任何价值。

网站www.AheadoftheCurve-theBook.com[⊖]

读者将在本书中阅读到描绘各种因果关系的不同图表，它们提供的证据极具说服力，为各经济指标变化的时间顺序提供了新的解释，同时，这些图表也是人们提高预测质量的基础。显然，本书的图表是静态的，大部分数据截至2004年。随着时间的推移，如果读者希望运用这些图表，就需要不断地补充新数据。为了帮助读者做到这一点，我们为本书创建了一个配套网站www.AheadoftheCurve-theBook.com。本书中最重要的图表有19张（见附录D），该网站提供了相应经济数据序列的网址（URLs），读者可以方便地使用这些链接，从政府等公布数据的机构网站上获取所需的数据序列，绘制图表并及时更新数据。为了帮助本书的读者深入了解相关知识

⊖ 本书的部分内容有更新，可登录该网站查询。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和信息，www.AheadoftheCurve-theBook.com网站每月都会更新这19张图表，今后，读者就能方便地借助这些图表，站在新的角度来分析未来的经济和股票市场走势。网站的资源对所有人都是免费的，无论他们是否购买本书。我希望，对读者来说，这样做能让本书的内容具有长期应用价值。

使用指南

对于公司的CEO或企业部门的领导，我建议按下列步骤使用本书：

1. 在公司企划部，指派一名具有计算机知识背景、思维清晰的同事阅读本书，要求他掌握绘制因果关系图表的方法。

2. 与该同事和企划部共同协商，确定适合贵公司的领先指标。这些指标应该在宏观和微观两个层面上，与整个公司及各部门的业务或公司的各类产品和服务有紧密关联。

3. 绘制图表，这些图表能够较好地描绘影响贵公司业务的宏观经济走势，同时有助于预测贵公司所在行业的经济周期。

4. 每月定期下发这些图表，要求各部门阅读它们并出具简单易懂的分析报告。

上述步骤对公司和部门的领导、企业经理以及所有职业和个人投资者来说，都具有重要意义，因为他们中的大部分人通常只依靠传统方法来进行经济预测。进一步说，投资者完全能够根据本书提供的因果关系绘图法，在宏观和行业两个层面，发展自己的经济追踪和分析方法。

职业投资经理或个人投资者，可以使用第7章提出的绘图方法，以垂直灰长条标示出熊市，作为在图表中比较40多年来股票市场下跌与关键经济指标变化的一种手段，并从中受益。[2] 对比结果表明，大多数情况下，牛市、熊市和关键经济指标在不同经济周期中的变化时间顺序表现出高度一致性。消费支出、工业生产和资本支出变化的时间顺序在每轮周期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中也始终保持一致，这一规律有助于关注上述经济部门的分析师和投资者，理解这些部门中的公司以怎样的时间顺序被经济增长的加速和回落所影响，而这种影响又如何造成了公司股票业绩的变化。

普通读者可以把这种方法运用到自己的企业或投资组合中。任何读者，如果认为本书中的一些因果关系具有较强的说服力，就可以登录附录D提供的网址，下载领先和滞后两个序列自1960年以来的数据，然后，每月及时地更新并观察这些序列的变化，就能用领先序列来预测滞后序列。或者，更简单一些，可以直接登录网站www.AheadoftheCurve-theBook.com，察看自动更新的19张图表。

借助这种方法，读者就能从经济学的视角分析经济走势，并开始逐渐摆脱对报纸中经济简要以及晚间新闻15秒经济报道的依赖。这是一个多变的经济时代，无论在美国还是其他国家，人们都湮没于各种各样的信息中，很难弄清楚如何解释充斥于生活中的各种数据和经济分析。本书旨在提出一种分析方法和背景，帮助人们评价各种经济报道，提高人们把握经济周期和股票市场前景的能力。

致谢

本书从概念到其特有的图表和表述方式，都是我在高盛集团与才智卓越的同事共同合作30多年的结晶。这种合作开始于20世纪70年代与同事艾伦 R. 哈里斯和玛西娅·凯瑞芝的共事，那时候，个人计算机还不像现在这样能够提供方便的经济数据修补、处理和绘图等功能。当时，人们需要从政府刊物上获取数据，借助于机械计算器或计算尺将变化率计算出来列成表格，利用大白板上的刻度线很费劲地绘图，然后拍照后出版。20世纪80年代以及90年代初，这项工作在能干的统计助手费利西亚·斯提拉的帮助下一直持续着，本书中很多图表的最初绘制都是由他完成的。近年来，我们的工作取得了很大进展，这得益于同事们的非凡能力和努力工作，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们是卡姆·米沙克、索菲娅·萨乌尔、斯蒂芬妮·富罗丝和浦拉珊塔·波斯拉，每个人在本书的内容安排等方面都提出了好的建议，为本书的最终成稿付出了努力。在这里，我要特别感谢浦拉珊塔的努力工作。

多年来，能与斯蒂芬·曼德尔、大卫·波罗斯盖、乔治·斯特拉坎以及马太·法斯勒等零售业分析师同事们合作，是我的荣幸。他们不仅运用了本书中的预测方法，还提出了很多建议，使这种方法发挥了更大的作用。对行政助理朱莉·拉普瑞特18年来的工作，我不胜感激，她杰出的能力和友谊为我在高盛集团的各项工作提供了莫大支持。

许多学识渊博的同事、朋友和咨询师都在不同阶段阅读过了本书的初稿，并对书稿的内容提出了建设性意见。

高盛集团的首席美国经济学家威廉·达德利和高级经济师简·哈祖斯，在本书写作的早期阶段，对一些重要的经济学问题给予了指导。

高盛集团已退休的合伙人巴里·威格莫，也是《证券市场的崩溃及后果：1929～1933年间美国证券市场的历史》和《20世纪80年代的证券市场：1979～1984年间的新制度》的作者。

瑞士再保险公司的董事长兼首席执行官约翰·斯威尼，他是一位卓有成就的经济学家和投资顾问。

米勒、安德逊及谢拉德公司的合伙人莫里斯·威廉姆斯，为本书的结构安排提出了建设性意见。

哈拉斯公司的首席执行官加里·洛夫曼，曾任哈佛大学商学院企业管理助理教授，在其研究领域是一位有成就的经济学家。

高盛集团约翰·吉布森，就经济周期时间表、绘图方法等给出了深刻建议，这些建议为本书的早期写作提供了巨大的帮助。

奥本海默公司的伯尼·索斯尼克，在本书写作的早期阶段提出了一些明智的建议。

瑞士再保险公司的布莱恩·托马斯，是我的好朋友也是最精明的读

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者，他深思熟虑的评论帮助我提高了本书的可读性。

大卫·拉里，是我交往多年的朋友，擅长组织和推算历史经济数据以及处理异常数据。

我很幸运地得到了我的儿子乔纳森·埃利斯和女儿克莱尔·埃利斯的很好建议。乔纳森是一位哲学教授，他仔细阅读了初稿的主要部分，从其研究领域的角度给出了重要的建议，并帮助提出了非对称循环因果关系的概念。克莱尔曾经从事多年的图书市场推广和宣传工作，对本书提出了宝贵的意见。

最后，在本书写作的最后阶段以及最终的出版准备中，我有幸得到了编辑们的帮助。维多利亚·拉森曾就职于泰克斯瑞（Texere）商业出版公司，在本书提交给哈佛商学院出版社之前，她很专业地指导我对初稿进行了第一次校订。

我深深地感谢本书的责任编辑，哈佛商学院出版社的雅克·墨菲，她很快找出了初稿在章节组织和可读性方面存在的主要问题，并与她的助手一起，在书稿的整个准备过程以及出版阶段中给予我专业的指导。

我很幸运，能与简·伊萨合作，我们一起校订了书稿，使本书内容更生动。虽然本书在内容上比较严肃、技术性也较强，但通过她的工作，增强了可读性和实用性。我十分感谢简，她向我引荐朱莉娅·凯根来全面负责本书的数据和图表工作。朱莉娅的不懈努力保证了数据和图表的准确性、连续性和布局的合理性，她同时还和布鲁斯坎贝尔设计公司的布鲁斯·坎贝尔合作，布鲁斯很热情地将我在高盛集团多年使用的数据和图表转换了格式，使其更适于本书的排版。没有简、朱莉娅和布鲁斯，我不可能完成本书的所有工作。

最后我要向我的妻子芭芭拉致以深深的谢意，多年来，为写作本书，我放弃了与她及家人共度的闲余时间，而她的耐心和理解是对我最大的支持和鼓励。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AHEAD OF THE CURVE

目　录

前　言

第一部分
"理解"经济：从繁杂中理清头绪

第1章　理解经济的每个细节　/3

1.1　战胜臆测经济学　/4
1.2　必备条件：基本方法和背景资料　/6
1.3　即将推广使用的有效方法　/8

第2章　掌握经济运行　/11

2.1　经济周期的时间表　/12
2.2　一切从消费者开始　/15
2.3　除消费支出外GDP的其他组成部分　/19
2.4　消费支出和股票市场　/21
2.5　预测消费支出　/22

第3章　重新界定经济滑坡　/24

3.1　经济滑坡的四个阶段　/25
3.2　传统经济分析的两大错误　/28

第4章　纠正传统的衰退观点　/31

4.1　传统的衰退观点如何妨碍对经济问题的思考　/32
4.2　衰退：与经济增长放缓大相径庭　/33

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.3 一种滞后且无效的经济滑坡衡量方法 /35
4.4 详细考察两个经济周期 /36
4.5 需要一种定义经济周期的新方法：ROCET /44

第5章 巧妙的经济追踪方法：滤出噪声 /45

5.1 实例：阿珂姆衬衫 /45
5.2 按照与前一个季度相比的方法绘制图表不能清楚地描述经济事实 /48
5.3 学会“理解”经济 /50
5.4 简单的解决方案：使用与前一年相比的方法绘制图表的好处 /52
5.5 在图表中描绘原因和结果 /55

第6章 领先指标的性质 /58

6.1 领先指标的周期 /59
6.2 现象一：峰顶和谷底的变动 /61
6.3 现象二：鸡生蛋还是蛋生鸡 /63
6.4 是相关关系还是因果关系：由常理决定 /65
6.5 图表中的证据 /67

第二部分
消费支出：经济和股票市场的基础

第7章 消费支出驱动经济需求链 /71

7.1 工业生产和库存效应 /72
7.2 资本支出：受消费支出驱动而不是驱动了消费支出 /77
7.3 并非“这次不同于以往” /80
7.4 消费支出下小雨，整个经济下大雨 /82
7.5 辩驳与供给有关的争论 /84

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 消费支出、公司利润和股票市场 /88

8.1 公司利润的基础 /88
8.2 作为股票市场风向标的消费支出 /91
8.3 鸭子还在呱呱叫时就抛售吗 /96
8.4 逢低买入，逢高抛出 /97
8.5 我们能否掌握如何以及何时突破主流做法 /98
8.6 学会控制情感 /100
8.7 市场时机与买入持有策略 /100
8.8 向前看：拉动消费需求的三个引擎 /101

第三部分
预测消费支出：理解关键指标的关系

第9章 预测消费支出：依靠数据而不是心理因素 /105

9.1 利用收入而不是凭感觉来预测 /106
9.2 消费者心理是否可靠 /108
9.3 被广泛关注的消费者信心指数能否用于预测 /109
9.4 行为经济学——易理解的概念，但与宏观经济分析有关吗 /113

第10章 实际收入：经济的动力之源 /115

10.1 个人收入如何驱动消费支出 /117
10.2 实际平均单位时间工资：最佳指标 /119
10.3 2000～2003年间不寻常的经历 /126
10.4 就业和借款对实际工资的杠杆效应 /128
10.5 通货膨胀的重要影响 /130
10.6 预测股票市场的有效指标 /130
10.7 实际单位时间收入：真正的领先指标 /131

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章 就业与失业：具有欺骗性的滞后经济指标 /133

11.1 就业：剔除个人感受才能使分析更有效 /133
11.2 鸡生蛋还是蛋生鸡 /138
11.3 掌握失业率的变化 /139
11.4 失业率：理解股票市场的有效工具 /141
11.5 关于消费支出的一个简单公式 /145

第12章 利率、通货膨胀和经济周期 /149

12.1 “亲爱的，艾伦·格林斯潘降低了联邦基金利率” /150
12.2 利率真的驱动了消费支出吗 /152
12.3 图表说明了什么 /154
12.4 通货膨胀和利率：关键的连接 /156

第13章 利率和股票市场：相关展望 /160

13.1 利率、消费支出与熊市 /161
13.2 利率怎样影响股票估值 /163
13.3 具有争议的展望 /165

第14章 美国政府赤字和利率的关系 /168

14.1 赤字和利率的关系：经验证据 /170
14.2 利率将在2005～2010年间升高 /172

第四部分
从理论到实践：运用基本绘图方法进行预测

第15章 行业或公司的预测 /179

15.1 微观层面的预测在现实中有应用前景吗 /179
15.2 哪些行业适合于这种方法 /181
15.3 为什么公司自己不进行预测 /182

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

15.4 推测微观经济关系：两个案例研究 /184
15.5 从演绎推理入手，最后分析图表 /187
15.6 消费支出和零售销售 /188
15.7 制造业生产和资本支出 /195

第16章 改变经济学的教学内容 /200

16.1 一个全新的经济视角 /203
16.2 从经济学入门课开始 /204

附录A 信贷：消费支出波动的影响因素 /206

附录B 用图表描绘经济因果关系的方法是否适用于美国以外的其他国家 /214

附录C 主要行业数据序列 /231

附录D www.AheadoftheCurve-theBook.com /242

注释 /244

参考文献 /254

译者后记 /255

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AHEAD OF THE CURVE

第一部分

“理解”经济

从繁杂中理清头绪

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 1 章

理解经济的每个细节

事实上，商业人士、政策制定者、投资者以及大多数美国人，在领会经济形势时显然是在猜测：当前经济是处在上升的初期还是中期，抑或是处在衰退期，需多长时间才能走向复苏？或者，经济仍处在当前趋势的末端？经济走势是否将发生重大转变，如果是的话，是将变好还是变坏？预测人员能否在大部分时候确定未来6～12个月的经济走势，特别是能否预测主要的经济拐点？而这些预测对股票市场又会产生什么影响？

任何一位公司CEO或投资经理都确信：即使经济学家在理论研究、数据搜集、专题分析（如劳动、医疗保健等）等诸多领域做出了卓越贡献，整个经济学界仍然很难预测关键的经济拐点并及时向人们证明这些预测是有用的。事实上，各国政府和金融机构都在发布年度或季度经济预测报告，而经济理论的发展为这些预测提供了支撑，并因此而被授予诺贝尔奖。然而，几乎没有（即使有也很少）哪个预测人员或哪些经济学家能够利用历史数据足够准确地预测经济走势，并向企业界或投资机构保证其预测结果是可信的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的确，政府、企业和投资者都订阅一些经济读物或关注某些经济预测人员的言论，但是他们很少相信并按照这些预测结果行事。他们使用经济预测的方式就像准备在美国独立日（7月4日）举行野餐会的人看待天气预报那样：即使根据经验，某个人完全不相信未来五天的天气预报，但是6月29日，他还是觉得有必要调到天气频道，看一看五天后的下午天气晴朗、适合野餐的概率有多大。即便过去在预测经济活动的主要拐点上，极少获得成功，人们对预测结果也抱有很大疑问，但是大多数人仍然觉得有必要继续关注各种经济预测。

尽管存在种种疑问，但不论是分析师还是投资者，更不用说与经济周期密切相关的各行业的部门经理，如果想在经济增长加速或放缓、股票市场上涨或下跌之前采取相应措施，他就必须如本章标题指出的那样，通过理解经济运行的每个细节来预测主要的经济走势。股票市场上的各行业部门及整个股票市场就是一种灵敏的**贴现机制**（discounting mechanism），也就是说，在公司或行业实际经营业绩公布之前，股票价格就已经上涨或下跌了。

1.1 战胜臆测经济学

由于每天湮没在大量的经济报道中，企业和投资机构，有时甚至是经济学家自己，都难免慢慢地习惯于使用所谓的臆测方法（an anecdotal approach）来预测经济和商业前景，这一点儿也不奇怪。我所说的"臆测"，特指根据政府、贸易组织以及报纸、杂志的摘要和电视广播等公布的大量资料来做出预测，更不用说凭借个人经验预测了。这些资料仅仅阐述了最终结论，而没有用专业的方法给出与之相关的其他数据，并说明如何根据数据得出这些结论，其结果只能是让关注经济的人对这些资料感到迷惑不解。

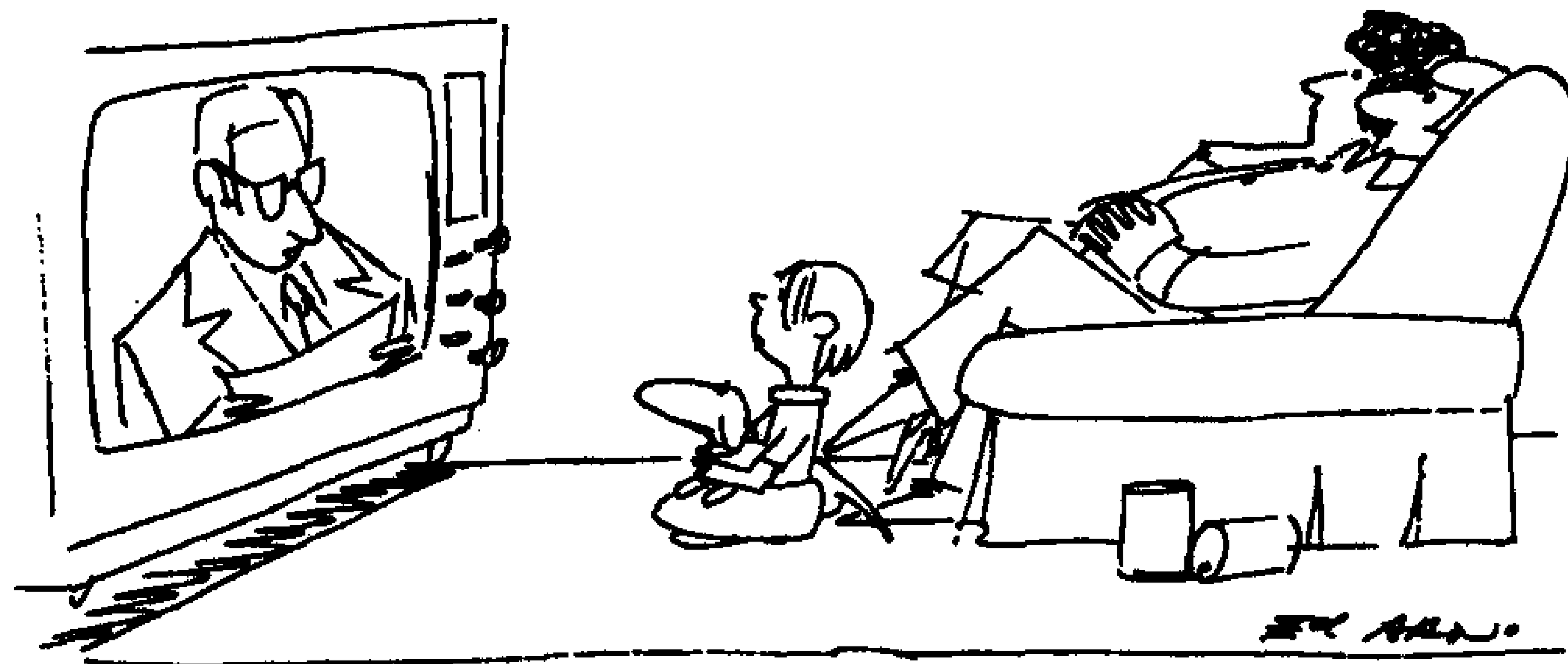
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2003年2月28日，《纽约时报》（*New York Times*）商业专栏的头条标题写道“数据说明经济存在两种走势”。这不是一个普通的论断。事实上，这篇文章报道了2月26日公布的两套完全不同的数据，它们表明的经济走势正好相反：新房销售下降，耐用品订单增加，而且后者增加幅度超过了预期。这则头条新闻以一种简单的方式反映了经济报道的读者每天面对的实际情况：无论他们的目的和意图是什么，各种错综复杂、相互矛盾的指标不可能帮助他们正确地预测经济走势，甚至不能了解当前的经济状况。[1]

不论哪天，如果人们快速浏览《华尔街日报》(*Wall Street Journal*)、《金融时报》（*Financial Times*）、《经济学家》（*Economist*）、《财富》（*Fortune*）等商业读物，就会发现与大量最新经济数据序列有关的各种简要报道。在每则报道中，经济数据序列本身的上升或下降都被看做是“积极的”或“消极的”信号，但是这些报道很少谈到这些数据序列的长期历史变化及其与其他经济数据序列的关系。例如，人们常看到一篇报道谈到消费者信心指数上升或下降，却很少能发现这些报道用图表来说明过去该指数与消费支出上升或下降之间的相互关系（以及隐含的因果关系）。如果最新报道毫无根据地凭空阐述人们所关注的经济序列，那么读者又如何能通过经济报道获得经济走势的相关信息呢？

2003年8月2日，星期六，《纽约时报》报道：“受失业率上升、工业生产指数低于预期值等消息的影响，股票市场下跌。”几天后（8月6日）《华尔街日报》报道：“消费者信心下挫，而国内生产总值上升；失业率和新房销售水平相对较高，而生产者价格指数下降。预算赤字上升，这是利空消息，利好消息是利率下降了。大量数据所表明的信号是错综复杂的，所以不用奇怪，许多经济学家关于美国经济状况的观点毫无意义。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



"一方面，由于有兼职需求的学生人数增加，导致失业率上升，但是就业市场的扩张在一定程度上抵消了这种趋势；另一方面，受季节性因素和暑期即将结束的影响，有兼职需求的学生人数逐渐减少。总的来说，实际失业率会出现小幅度却可以察觉到的上升。"

© The New Yorker Collection 1975, Ed Arno from cartoonbank. com. All rights reserved.

月月如此，商业人士已经习惯了这些可信度不同的报道。表面上，人们经常能够获得公布的经济数据，但是发布数据的政府部门以及写报道的记者却没有为他们提供这些数据的背景资料以及分析方法。由于不了解背景资料，他们往往从内心感到严重的不信任和困惑，或者至少对数据的预测价值完全没有信心。

1.2 必备条件：基本方法和背景资料

作为经济数据的主要使用者，企业经理、投资者和政策制定者面临的主要难题之一是，如何将当前的月度或季度数据纳入历史背景加以考察。除非人们能了解过去年份中失业与经济上升和下滑的关系（失业是领先还是滞后于经济变化），否则为什么要关注当前的失业报道呢？然而，揭示上述关系需要考察几十年的数据，涉及的时间很长，足以涵盖几个经济周期。正如本书阐述的内容，解决上述问题的关键在于精心构建图表，使之有助于确定某个经济序列是否在多年中一直领先于另一个序列，而且在未来也可能如此。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

具有讽刺意味的是，大多数经济信息的表述方式也许是妨碍人们理解这些信息的罪魁祸首。当电视和电台（以及许多读物）单纯用文字表述经济信息时，历史背景资料全部被遗漏了。即使读者能够从报刊或杂志上获得一些包含数据图表的信息，但由于受版面限制，这些图表往往不能给出数据序列的长期关系，以至于难以判断这些关系在长期内是否保持一致。

为了能在恰当的背景资料中评价最近的经济状况，我们必须把当前数据与近几十年的数据融合在一张图表上，使其具有很强的可读性。这样做很容易实现，因为这只需要一台普通的个人电脑、Excel或其他可用的数据处理软件以及能查阅所需数据的免费网站。

一些人认为可以利用**计量经济分析**（econometric analyses）得到更准确的分析结果。经济学家通常依靠这种复杂的计算机统计分析方法，追踪尽可能多的变量及其变化，并为这些变量建立关系式来预测经济序列的未来发展。然而多年来，通过观察计算机模型的预测结果，我认为这类数据模型缺少相应的灵活性、不易调整，而且计算机处理后的数据与现实脱节，这些缺陷降低了模型在经济预测上的有效性，抵消了计算机智能应有的优势。事实上，这些模型使经济学家**忽略**了经济中关键的因果关系。除非我们每周和每月都积极主动地“理解”这些因果关系，否则就会失去大部分数据所带来的价值。

这样，得出如下结论就是水到渠成的：如果近些年计量经济建模在本质上得到了长足发展，而商业人士和投资者发现，在最近几个经济周期中计量经济模型的确比过去更能准确地预测经济走势和拐点，那么他们一定会依靠这些计量经济方法去预测，然而现实并非如此。此时，我想到了经济学家保罗·萨缪尔森——一位诺贝尔经济学奖得主说过的一席话：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回想多年前，那时我20岁，我已经感觉到计量经济方法所取得的巨大进步。即使没有预见到计算机时代的到来及其引起的计算成本大幅度下降，我也希望计量经济学的兴起能够帮助我们降低经济理论中的不确定性……不过我承认，我的这个想法并没有实现。虽然我们可以考察数以千计的月度或者季度时间序列，这些序列的时间长度最少能达到几十年甚至上百年，但是研究表明，仍然不能让所得的近似结论与客观事实十分接近。我从没有忽视过计量经济学的研究，但失败的经验告诉我，不能完全相信计量经济分析的结论。这导致一些经济学家发展新的计量经济分析来修改现有的模型……但是客观地说，我们不应过分关注计量经济学的研究发现，而应关注可验证的事实。[2]

简言之，近几十年来，经济预测（包括不断涌现的大量计量经济学研究成果）遇到的挫折有增无减。但正如计算机没能创造出更美妙的音乐、设计出更受欢迎的汽车、给出更专业的投资建议，计算机同样没有证明其具有预测经济走势的能力。

正是由于上述原因，我着手开展一项工作，即设计一种简明的图表，以追踪我希望得到的、关键经济数据序列间清晰的因果关系。这样做的目的是弄清楚，能否确定A领先B而B又领先C，如果是这样，能否把监测A作为预测C的基础。这也就是经济中“谁领先谁”的问题。我很高兴发现这实际上是可行的。

1.3 即将推广使用的有效方法

通过将经济数据序列间的关键关系绘制成图表，我们能够发现：这些关系不仅是导致过去50年美国经济周期的基本诱因，而且仍然继续主导着今天的经济周期。若要理解经济周期和股票市场的波动，并

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测未来6～18个月的经济走势，用图表描绘经济关系不失为一种简单明了、行之有效的方法。

读者也许会问："难道经济学家以及一些对此感兴趣的机构没有用图表描述这些经济关系吗？如果他们这样做了，为什么我们还没有得到正确答案呢？"问得好！其实多年来，经济学家、分析师以及其他相关人士已经使用图表来评价经济中那些可预测的关系。然而这项工作在如何测量数据以及设计图表等方面存在重要缺陷，这些缺陷妨碍了人们从所追踪的数据中挖掘出已存在的重要基本事实。第4章和第5章探讨并阐述如何纠正这些缺陷，使用新的ROCET（rate of change in economic tracking）方法，代替当前普遍使用的对经济数据绝对上升与绝对下降的分析。改变组织和追踪数据的方式是有必要的，因为这是为接下来各章分析经济关系作准备。

本书阐述的许多因果关系，不仅对商业人士和投资界的读者大有裨益，而且在某些情况下对经济学家也有所帮助。这种简单的方法有助于人们更清晰地、更有说服力地揭示经济中有价值的、可预测的经济关系，即使是受过经济学高等教育的人也会受益匪浅。因此，从每天与经济周期打交道的预测人员，到只接受过中等经济学培训、作为经济学门外汉的商业人士以及从事投资的读者等，无论所受的经济学教育是高还是低，都适合阅读本书。

本书旨在提供一种基本的实用方法，使人们既能掌握大量的日常经济信息，也能将各种经济信息联系起来。

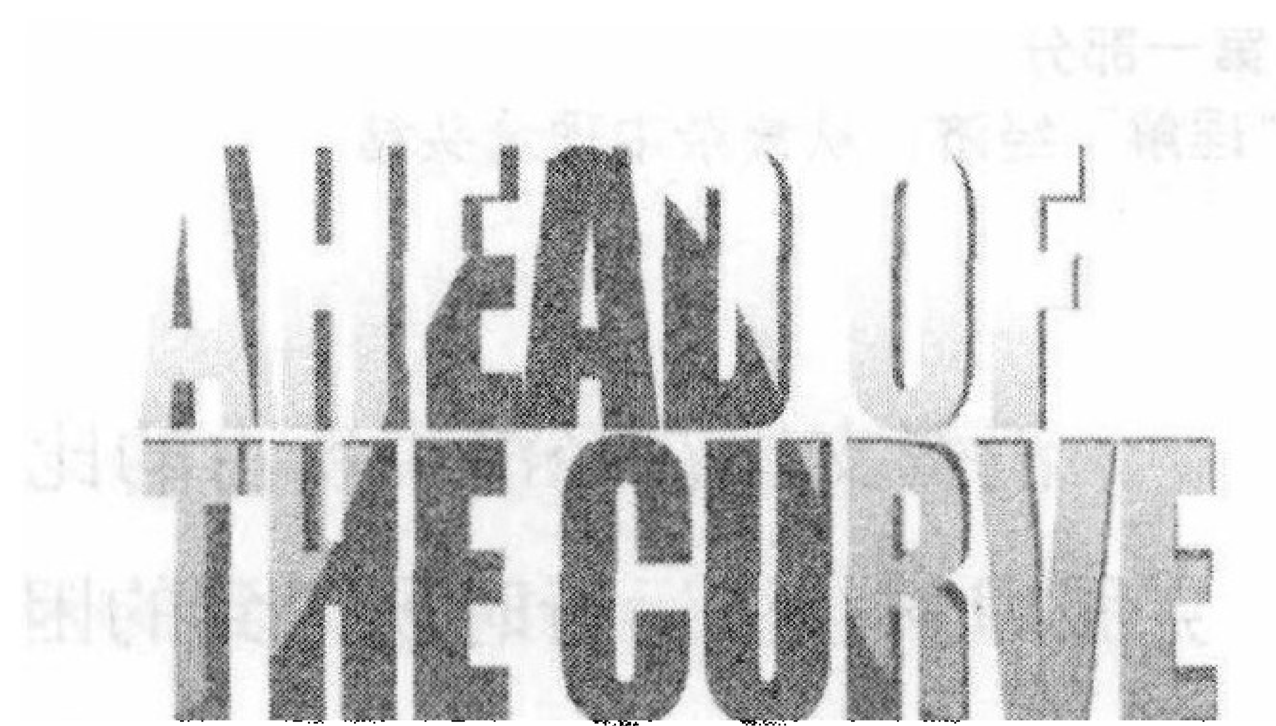
这就意味着要在脑海里辨别和区分领先指标和滞后指标的不同作用：掌握领先指标来进行预测，同时忽略滞后指标。当阅读到失业急剧增加的报道时，人们通常认为这是经济走势开始变坏的先兆。然而这种假设是错误的，并且潜在地妨碍了观察者对经济的理解。事实上，就业是一个滞后指标，经济有可能在就业还未增加之前就已经开始复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

苏。如果人们有一张图表（如一张反映经济因果关系的图表）表明，消费支出和经济增长驱动并领先于就业，而不是就业领先于消费支出，那么他们就能正确地看待失业上升这则报道，并将其与其他经济数据进行必要的关联后做出判断。

把关于经济数据的正面报道和负面报道，置于长期的、连贯的背景中分析，这样做不仅是必要的，也是至关重要的。因为在经济周期中，如果把任何一条信息从其过去连贯的序列中提取出来单独考虑，一定会误导。出版机构并没有责任为我们提供这样一个框架，记者也很少有时间和空间也没有义务来做这项工作。因此，投资者和企业领导只能自己收集和保存这些背景资料以便更好地理解各种信息，并将其运用到自己的公司经营和投资组合中。没有比这更重要的了，而本书的主旨就是提供这样一种基本方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 2 章

掌握经济运行

最初，当我开始探索性地工作，尝试着把握经济周期并阐明其中各经济序列的关键因果关系时，我就认为应该根据常理做出判断，也明白应该把注意力放在消费支出上，即经济学家所说的**个人消费支出**（personal consumption expenditures，PCE）。之所以这么做有两个原因：

- 第一个原因涉及我个人的工作职责。作为一名从事零售业分析的工作人员，我必须从总体上把握消费支出的涨落，其中包括那些没有在零售店消费，却分流了零售店销售额的消费支出，这部分支出所占的比重比较大，包括教育、医疗保健和住房等支出。
- 由于消费支出占经济总产出（国内生产总值，即GDP）的比重约为2/3，所以了解消费支出的驱动因素是把握整体经济运行的关键，甚至在使用我所倡导的简单分析方法时，我也坚持这种看法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

消费支出在经济中所占的比重十分可观，这一事实能够帮助人们克服理解经济运行时所遇到的困难。消费支出是驱动经济增长的基本因素，而每个人都是消费者，那么我们就先找到影响消费支出的各种因素。如果某人不是经济学家，那么或许他把握并预测经济走势的最大障碍是解密经济运行，因为人们总是受到各种难以理解的经济报道和新闻的困扰，例如国际收支平衡、货币供给以及"美联储下一步会采取什么措施"等。然而，假如他考察消费支出，就会十分有把握，因为消费者能够理解消费支出的大多数驱动因素。从常理来说，正是由于人们熟知消费支出，才能有力地反驳如下观点：认为成千上万家庭的消费支出是由某种神秘力量驱动，而这只有获得博士学位的经济学家才能理解。确定和监控消费支出的关键驱动因素是完全有可能的，这些因素不仅决定消费支出，也影响了依赖于消费支出的那些经济组成部分。

从这个层面上看，如何构建分析模型框架的思路逐渐清晰了，即应该着重分析驱动典型经济周期发展的事件及其出现的先后顺序，最为重要的是，这些典型的经济周期既有复苏期、也有衰退期。如果能设计出行之有效的方法，来追踪那些处在各经济序列或经济周期时间表最前面的经济指标，就能帮助其他人或机构预测关键经济走势（这种趋势会影响零售业和零售企业的销售和利润），同时，也有助于他们在这个过程中更好地把握其他经济组成部分的变化。

2.1 经济周期的时间表

通常，**经济增长**（economic growth）指一国产品和服务的总需求和总产出的变化率。因此，在经济周期中寻找"谁领先于谁"的时间表时必须遵循三个步骤，这些步骤存在一定的逻辑关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 首先追踪产品和服务的消费支出。
- 再考察消费支出如何驱动产品和服务的产出。
- 最后确定产出如何依次驱动机器设备、办公楼及厂房的需求，即广义资本支出（capital spending），这些支出是生产产品和服务的必要条件。

在探索经济运行的历程中，我希望能够发现：在重要的经济活动领域，股票市场上涨或下跌如何反映，更重要的是**何时**反映某些经济组成部分的上升和下降趋势。

结论是明确的：经济中存在一条清晰的因果关系链。事实上，这条因果关系链以位于经济周期最前端的消费支出为起点，延伸到工业生产，再到公司用于厂房和设备的支出。当以图表形式把各种因果关系放在40年和8个经济周期内考察时，它们之间清晰的链条关系不言自明。

这条因果关系链实质上是图2-1所示的经济周期时间表，图中大箭头表示主要因果关系，虚线小箭头表示次要因果关系。研究这张图所示的前因后果需要一点耐心，它并不像看上去那么复杂。图2-1是根据经济学常理绘制而成的，接下来的章节将说明每个链接的依据所在。

- 当前，消费支出在经济中所占比重仍然最大，而个人收入（主要是工资和薪水）是消费支出的主要驱动力。信贷和借款也能驱动消费支出，但是如果工资被看做是影响消费能力（spending power）的最重要指标，那么我们就能尝试着根据工资来预测消费支出。
- 消费支出的增加和减少驱动着工业生产和服务的增长和减少。
- 接下来，工业生产和服务的变化趋势又决定了经济的资本支出（包括公司用于厂房和设备的支出），而之前是消费支

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

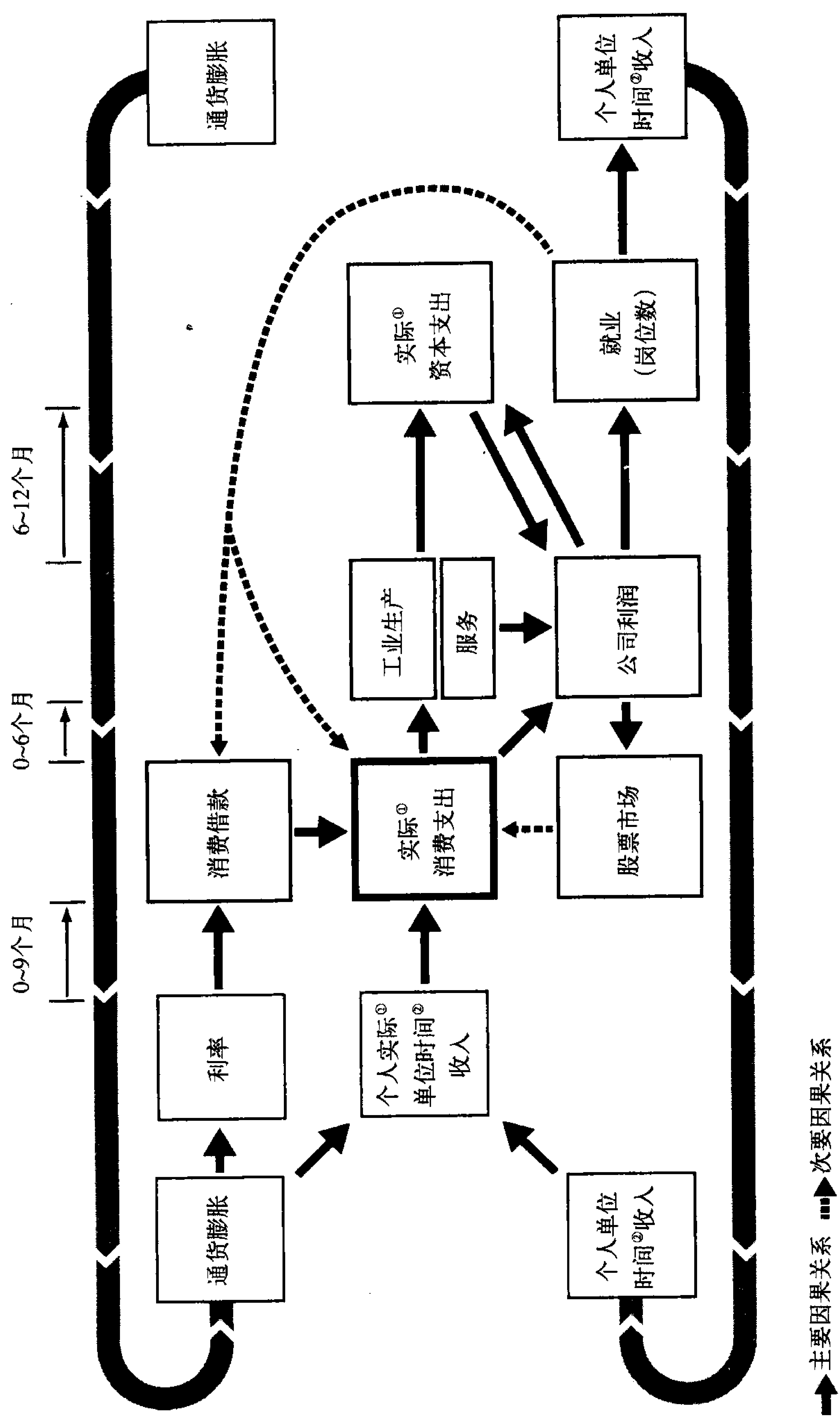


图2-1 经济周期时间表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出决定产出和服务。这就像钟表的内部结构一样，环环相扣。

- 在美国，经济活动的三大组成部分，即消费支出、工业生产和服务以及资本支出代表了公司利润的核心，因此，公司利润显然取决于消费支出。
- 股票市场的上涨和下跌可以作为反映公司利润变化的敏感预测机制（predictive mechanism），因此在某个经济周期的最前端，股票市场的变化紧挨着消费支出。这样，股票市场在周而复始的因果关系链条中的变化顺序是不难理解的：在接下来的经济周期中，在相同的位置上，股票市场通常会出现较大的涨跌。
- 由于各个企业分别根据销售和利润的增加或减少情况来决定是雇用还是解雇工人，所以就业（和岗位数）随经济状况的变化而变化，而不是领先于经济变化。如果想克服根据经济报道进行决策所犯的感性错误，我们必须跨越一些重要障碍，其中之一就是掌握就业滞后的事实。

每项指标在经济周期中按照顺序排有一个位置，而且这个位置在不同经济周期中也极为相似。下面几章将探讨不同指标间因果关系发生的顺序，考察时间跨度大于40年的图表，分析结果表明，各指标间因果关系的顺序在多数经济周期中高度一致，而利用这些因果关系能够确定当前经济在周期中所处的位置并判断未来经济走势。

2.2 一切从消费者开始

接下来定义一些关键的经济组成部分。大多数人凭直觉来理解以下术语的含义：**消费支出**（consumer spending）、**工业生产**（industrial production）以及**资本支出**（capital spending），然而，这些术语对应的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济数据序列在定义、分类和构成上存在某些细微差别，对大多数普通人，甚至对每天与这些术语和概念打交道、受过专门训练的经济学家来说，识别这些差别是有用的。

毫无疑问，消费者在美国经济中处于核心地位。从广义上讲，消费支出由耐用品、非耐用品和服务的消费开支构成，或者按照政府部门的分类和数据公布标准，指的是个人消费支出（PCE）。消费支出占国内生产总值（GDP）的2/3以上，其中，GDP指一国产品和服务的总产出。本书的消费支出指实际消费支出（即实际个人消费支出），这里，按经济学的习惯用法，**实际**消费支出指的是用实际单位而不是美元衡量的消费支出，也就是说，剔除了通货膨胀影响。实际消费支出等于消费支出除以**个人消费支出平减指数**（personal consumption expenditures deflator），该指数衡量了消费支出各组成部分的价格波动。

从逻辑关系上看，通过零售和配送形式实现的产品和服务消费支出，是工业生产周期性波动的关键决定因素，而工业（制造业）生产的增长和下降又是带动资本支出（即制造业为生产产品而扩大生产能力时用于厂房和设备的开支）变化的重要力量。

如图2-2所示，GDP由消费支出、资本支出和政府支出构成，2004年美国GDP总计达到117 000亿美元，其中，GDP的主要组成部分可以进一步细分为不同的部类、类别和子类。例如，消费支出可以划分为几个组成部分，如图2-3所示。

PCE这一部类下属为数众多的类别，附录C列出了详细清单，详细到小家电（耐用品）、牛肉与小牛肉（非耐用品）以及移动电话（服务）等具体商品和服务。

问题的关键是要认识到，GDP的主要组成部分——消费支出、厂房和设备支出以及政府支出代表了**最终销售**（final sales），即最终使用者购买的产品或服务的价值。换句话说，每种产品或服务的最终

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销售是环环相扣的交易链上的最后一环，这条长链由生产最终产品或服务所需的劳动、零部件、原材料等投入的生产和销售组成。因此，2003年美国消费支出为82 000亿美元，这仅仅是最终销售，其

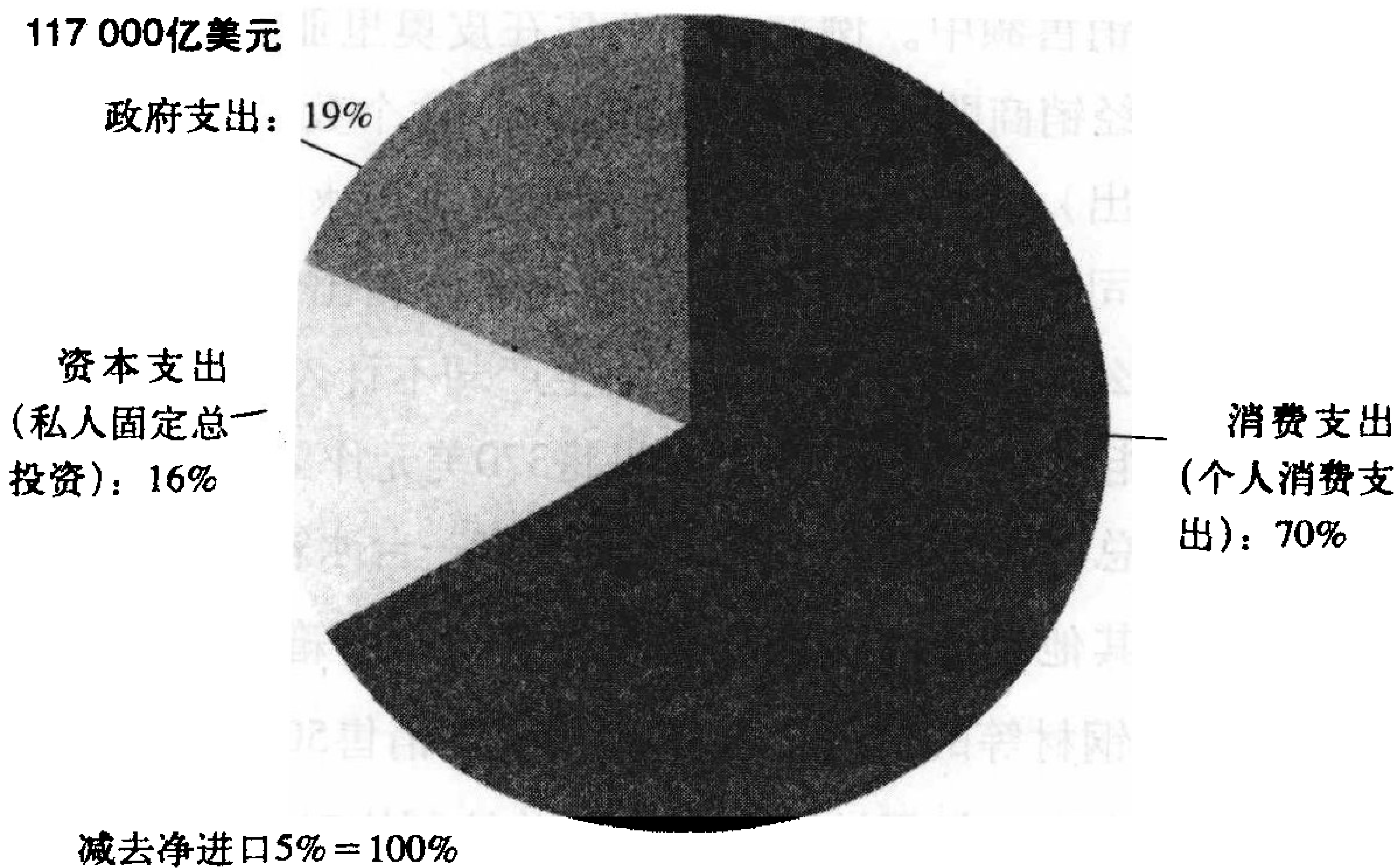


图2-2 2004年国内生产总值（GDP）的构成

资料来源：Bureau of Economic Analysis.

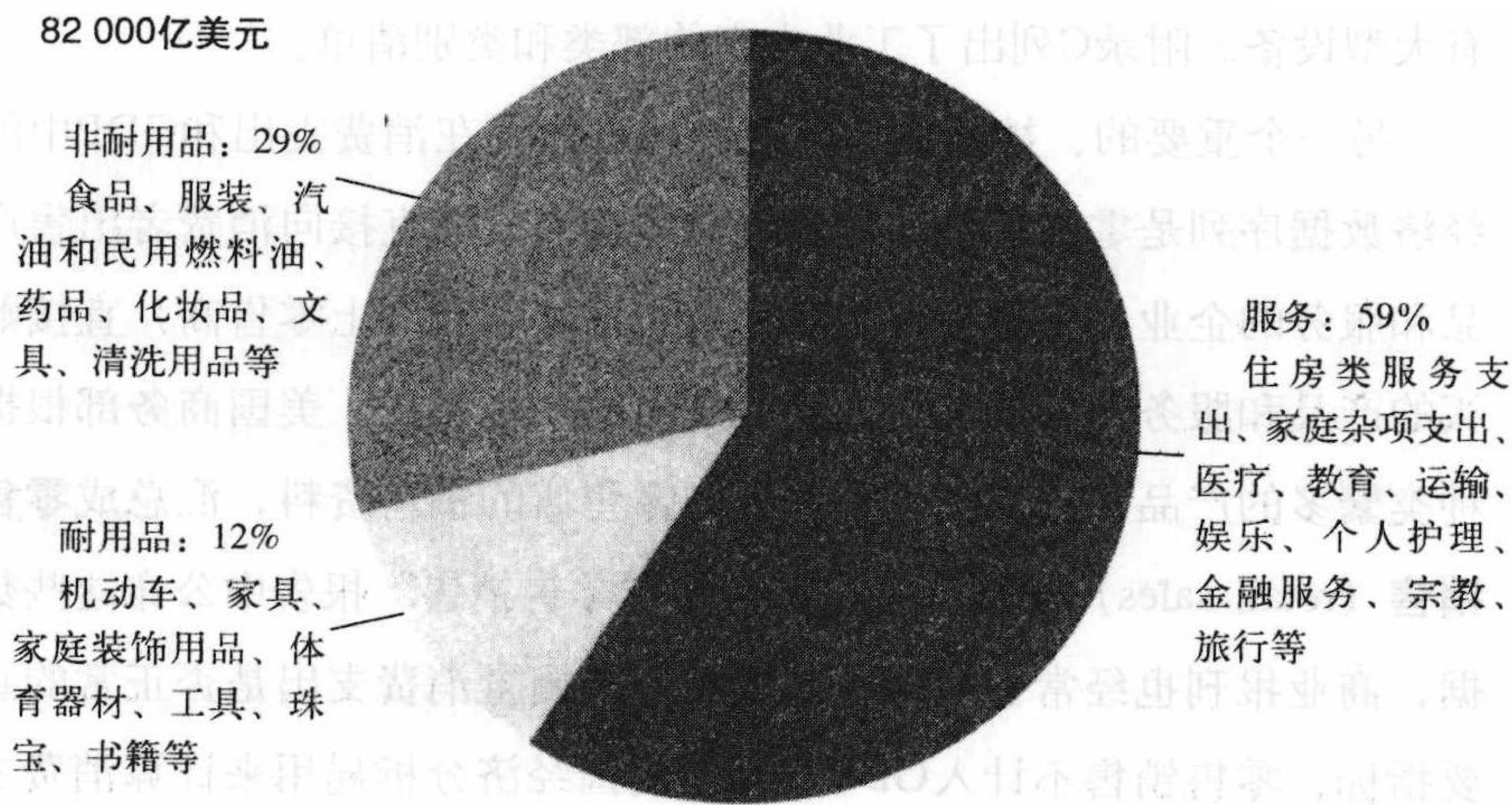


图2-3 2004年消费支出（PCE）[①]的构成

① 个人消费支出（PCE）。

资料来源：Bureau of Economic Analysis.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

背后包括了多层面的交易和生产过程，它们涉及的价值远远超过了最终销售。

其中，**工业生产**是规模最大的一个环节，它对经济活动的贡献已经体现在最终销售额中。例如，一个住在皮奥里亚市的家庭花500美元向当地家电经销商购买一台惠而浦冰箱，这个数值构成了个人消费支出（消费支出），面向消费者的销售被定义为冰箱的最终销售。然而，惠而浦公司生产并以370美元的价格将冰箱出售给皮奥里亚的经销商，惠而浦公司的销售算做是工业生产却不计入最终销售500美元中，因而也不能计入PCE和GDP，如果将370美元作为GDP的组成部分，就会导致经济总产出的重复计算，毕竟只有一台冰箱！

类似地，其他制造商销售给惠而浦公司的冰箱压缩机、制冰器、棚架材料以及钢材等的价值已经体现在最终销售500美元中，不能再计算到消费支出中，但需计入美联储单独编制的工业生产指数中。公布的PCE会细化到各类别，与此相同，工业生产的相关统计也提供详细到具体产品的数据，例如煤气、酪农奶油、轮胎、玻璃及制品，还有大型设备。附录C列出了工业生产的部类和类别清单。

另一个重要的、被政府单独统计，却体现在消费支出和GDP中的经济数据序列是零售销售。消费者向零售商（即直接向消费者出售产品和服务的企业，主要指百货店，也包括邮购和网上零售商）直接购买的产品和服务的价值占个人消费支出的一半左右。美国商务部根据种类繁多的产品和服务类别收集不同零售店的销售资料，汇总成**零售销售**（retail sales）数据，并在每月的"零售销售"报告中公布这些数据，商业报刊也经常引用这些数据并作为衡量消费支出是否正常的重要指标。零售销售不计入GDP，却被美国经济分析局用来计算消费支出，而消费支出是GDP的组成部分之一。附录C列出了零售销售序列的统计对象类别，涵盖范围之广，从百货店、折扣百货店，到箱包和皮具专业店、民用燃料油经销商等专门出售某类商品的小零售店，它

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们都直接向消费者销售产品和服务。

类似地，人们购买各种产品和劳动来提供医疗保健、保险和银行、教育、汽车清洗以及干洗等服务，购买这些所投入的费用和所发生的交易体现在最终销售中，人们购买这些服务也就相当于购买了这些中间产品和劳动，因此个人消费支出涵盖了中间产品和劳动的成本。例如，旅馆客房的收费包含了旅馆雇用客户清洁人员和门童、购买大堂地毯和其他用具以及供暖用的天然气而发生的成本。

根据上述分析，工业生产、零售销售、个人收入（包括工资和薪水）和耐用品订单额等经济数据，虽然不被直接计入GDP，却可以被看做是为最终销售带来增值的不同层次的经济活动，其中消费支出能够代表最终销售。我们可以分别计算不同类别的消费支出，这样就能分析消费支出的各组成部分，但无论如何，都是在计算占GDP 2/3的个人消费支出。

2.3 除消费支出外GDP的其他组成部分

资本支出是GDP的另一个重要组成部分，与消费支出一样受到经济周期变化的影响。在美国商务部经济分析局的官方资料中这一组成部分被称为**私人国内总投资**（gross private domestic investment），而本书使用更常用的叫法，即**资本支出**，而且，与实际消费支出一样，大多数情况下指的是实际资本支出，也就是用实际单位而不是美元衡量的资本支出，它剔除了通货膨胀的影响。资本支出由企业用于厂房、办公楼和设备的支出以及居民的住宅类支出构成（注意：虽然“住宅类建筑物”也是私人国内总投资的组成部分，但为了着重讨论企业资本支出，后面章节在提到实际资本支出时不考虑“住宅类建筑物”）。图2-4列出了资本支出的三个主要类别，附录C给出了各类别的子类，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

详细到采矿和油田用机械、发电机和汽轮机等具体产品的支出。

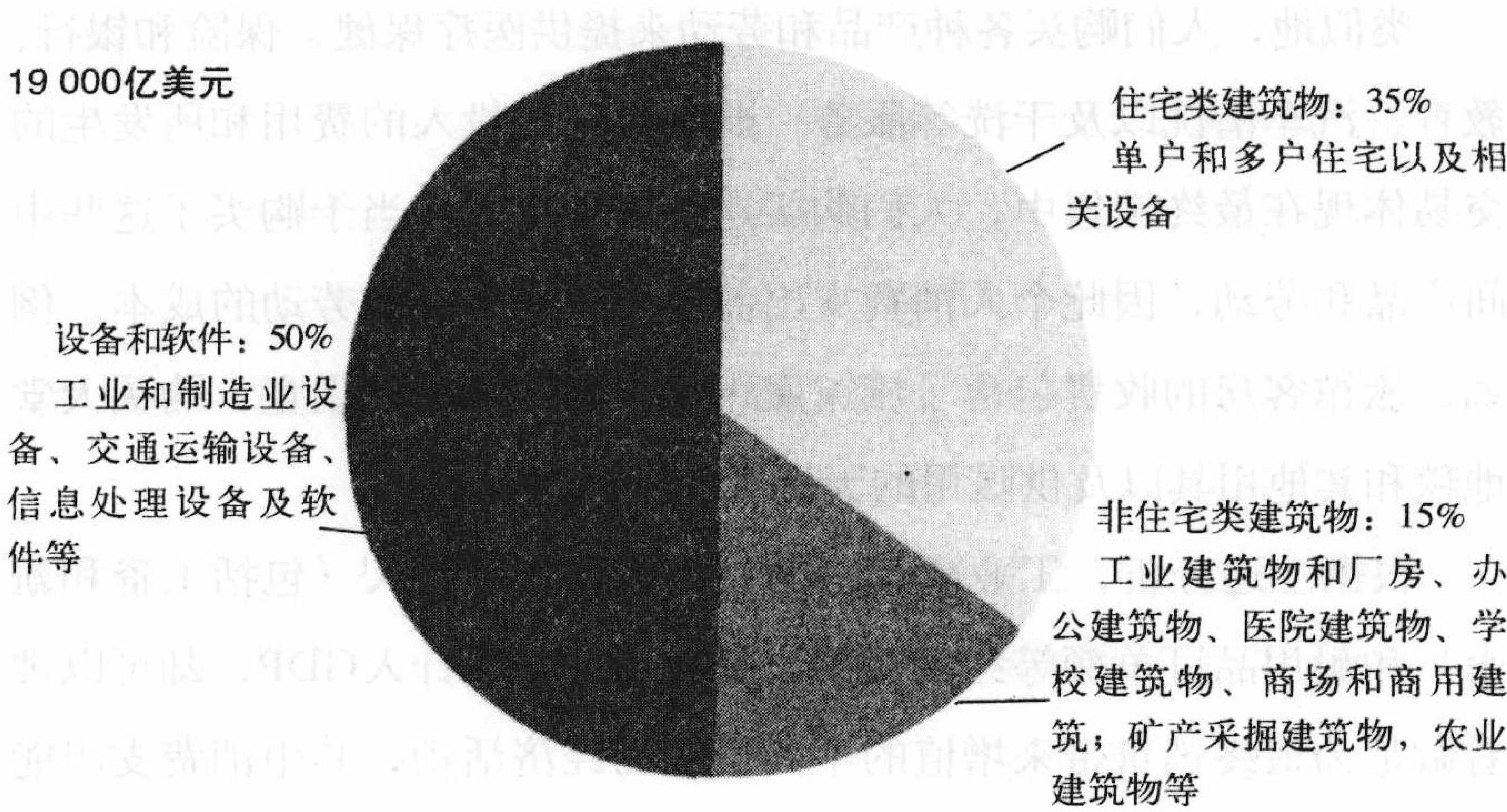


图2-4　2004年资本支出①的构成

① 私人固定总投资。

资料来源：Bureau of Economic Analysis.

除资本支出和消费支出外，还有两个主要组成部分影响经济增长：

- **政府支出**（government spending）：近年来，政府支出占GDP的比重为15%～20%，但是在大多数年份里（战争时期以及政府主动大幅度增加支出的和平时期除外），政府支出不可能发生剧烈波动，以至于带来足够大的刺激，改变整个经济周期。
- **净出口**（net exports and imports）：出口指美国境内生产供外国消费的产品，进口指外国生产供美国消费的产品。在美国，进口大于出口，贸易余额（出口减进口）出现赤字，但是2004年仅占GDP的5%。

消费支出反映了工业生产以及其他对最终销售有贡献的经济活动，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与此类似，资本支出和政府支出也体现了企业为生产最终产品而投入的自有要素和购买的中间产品的价值。例如，资本支出涵盖了为修建厂房而投入的砖和钢材等中间产品（包括原材料和劳动）的价值，政府支出包含了修建高速公路或制造喷气式飞机而投入的中间产品价值。

消费支出在GDP中占有主导地位，而且，它的周期性变化是决定工业生产，进而也是决定资本支出短期和中期走势的关键因素（见第7章的图表）。所以消费支出毫无疑问地成为驱动公司利润变化的关键力量。对投资者来说，掌握这一点至关重要，因为公司利润增长率的大小变化是影响股票市场走势的两大因素之一（另一因素是利率）。事实上，虽然图2-1中的箭头标明了从右（公司利润）到左（股票市场）的因果关系，但是在经济周期的时间表中，股票市场仍然是公司利润敏感的预测机制，因此，二者的关系也可以从左到右，即股票市场影响公司利润，虽然股票市场波动未必是公司利润变化的原因。

公司利润增长的加快和放缓又是决定就业在中期上升和下降趋势的关键因素。显然，活跃的经济和日益增长的利润促使企业雇用更多工人，而疲软的经济和不断下降的利润导致企业解雇工人，因此，就业往往滞后于大多数经济指标。接下来的章节将重新阐述这一观点，即按变化的先后顺序看，就业往往在其他变量之后变化，而且对商业人士和投资者来说，掌握就业的滞后特征至关重要，这样才能不被普遍存在的假设所欺骗，这一假设认为，大多数情况下，就业在经济周期中驱动了其他经济变量，而不是受其他经济变量所驱动。

2.4 消费支出和股票市场

如果消费支出和公司利润存在因果关系，那么，股票市场与位于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济周期最前端的消费支出变化率，二者的变化保持惊人的一致，这种现象不足以让人感到惊讶。作为敏感的预测指示器，股票市场随着消费支出增长率的变化而出现涨落。因此，预测股票市场变化的一个有效方法是预测位于经济周期最前端的消费支出上升和下降趋势。如果消费支出（A）驱动了经济周期和公司利润的周期性变化（B），而股票市场（C）又是预测B的敏感指示器，那么A和C就必然存在关联。

这并不是说股票市场的涨落不受其他心理和估值因素的影响。然而，大多数情况下，股票市场的上升和下跌与消费支出变化率的增大和减小保持惊人的一致，而大多数投资者和经济学家并没有充分认识到这种关系。

换句话说，消费支出在整体经济中占主导地位，在某种程度上是指，消费支出本身的周期性变化能够决定整个经济的走势。因此，密切监控消费支出及其组成部分，更为重要的是预测消费需求的走势，是有效预测主要经济组成部分走势和经济发展的关键。

2.5 预测消费支出

如果消费支出是驱动其他所有经济序列变化的基本因素，那么预测消费支出自然成为走在曲线之前（即在经济需求链中的各曲线上升、下降、出现拐点之前采取相应措施）的前提。

第9～13章探讨驱动消费支出的主要因素，前文已经提到的其中两种最重要的因素。

- **个人实际平均单位时间收入**（individuals' real average hourly earnings）：这一数据反映了任意给定时间内大部分就业人口的单位购买力。经过多轮经济周期的实践证明，实际平均单位时间收入是消费支出最好的领先指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **就业**（employment）：虽然就业更多地受消费支出驱动，而不是驱动了消费支出，即就业是滞后指标，但是就业仍然是决定工资和薪水的关键因素，而后者又决定了消费者的消费能力。

无论是初学者，还是专业预测人员，着手预测主要经济序列的上升和下降走势以及拐点时，首先是凭直觉假设主要经济序列间存在显著的因果关系。任何人不需要获得经济学高级学位就可以做出上述假设，例如，零售店的耐用品和非耐用品销售与这些产品的制造或生产间存在明显的因果关系。借用实况解说员常说的一句话："让我们看回放录像。"本书也始终强调："让我们看图表！"在检验假设的因果关系时，我们试图通过图表和历史数据来证实是否真的存在这些被人们视为最平常不过的关系。

但是，在着手证明经济中实际存在的因果关系与假设在多大程度上一致之前，第3～5章首先说明并纠正了追踪和分析大多数经济数据序列所存在的几个主要结构性方法错误。长期以来，这些错误让希望得到预测结果的人（上至最顶尖的经济学家，下至作为预测外行的商业人士和投资者）难以全面把握经济周期的动向。而本书提供了一种全新的经济数据分析框架，相信一定有助于提高理解经济形势、预测未来经济走势、全面把握关联因素在经济周期中变化顺序的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 3 章

重新界定经济滑坡

在职业生涯的早期，作为华尔街的一名投资分析师，在向顾客提供合理化建议时，我发现了一个重要事实：虽然我首先要确定**哪家**公司或**哪只**股票（我的专长是分析零售业）会给客户带来最好的中期（一般说来是1～3年）或是长期的投资收益，但是接下来的工作却是确定**何时**才是持有零售企业股票或其他大多数股票的最佳时间。毫无疑问，过去相当长的时间内，持有零售企业股票以及其他大多数股票不能带来回报，在这段时间里采取囤仓或买入持有（buy-and-hold posture）策略被证明是一种毁灭性的做法，那些年份中经济增速减缓，而且持续了两年或更长时间。但经济周期（也就是经济增长先加速而后放缓的时期）是普遍存在的而非出现于一时，并且每3～6年为一个循环，相应地会伴随着牛市和熊市的更迭出现。

进一步说，每次经济出现下滑迹象时，企业和投资者似乎永远对经济滑坡以及随之而来的熊市缺乏应有的警惕。在经济周期的反复循环中，企业和投资机构在经济滑坡之时才能察觉到这种走势，而这未免太晚，以至于不能采取应付措施来避免经济滑坡带来的损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几乎所有的问题似乎都集中在投资者和企业对**衰退**（recession）的关注程度上。通常，衰退被定义为相对于上季度，经济总产出（实际GDP）连续两个季度出现绝对下降。当人们对某些关键经济事件感到焦虑时，经济衰退就有可能发生。企业和投资者似乎也觉得，如果没有经济衰退，一切基本上就会按部就班地进行。但是需要重申的是，商业环境、公司利润和股票市场在经济衰退真正来临之前就已经开始变糟。

3.1 经济滑坡的四个阶段

我曾经通过观察四个阶段来判断经济滑坡。

- **阶段1：峰顶**（the peak）。经济状况通常较好，实际GDP及消费支出等主要组成部分增长态势强劲，公司利润不断增加，就业前景明朗，股票市场达到新的峰顶，投资者满怀热情地期待光明的经济前景。
- **阶段2：适度减缓**（a modest slowing）。通常，阶段1期待的光明经济前景并没有出现在这一阶段，取而代之是经济**增长率**（rate of growth）适度减缓，尤其是位于经济周期最前端的消费支出增速放缓，零售销售增长速度也有所下降。利率随着经济强势而逐渐升高，这时人们对利率和通货膨胀开始有些担心，但是这种似有似无的忧虑不足以打消企业和投资者的乐观情绪。资本支出和就业仍然强劲增长（此时，人们也更乐观地谈论着“充分就业经济”），公司利润仍然在增加，但是增长速度比起前一期的强势有所回落。几乎没有预测人员担心经济滑坡（经济总产出确实下降）即将出现。股票市场刚好不涨也不跌，或者可能下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跌5%～10%，但是人们会认为这仅仅是前一期强势上涨后出现的"喘息"。

- **阶段3：担忧加剧**（intensifying worry）。经济一旦进入担忧加剧期，利率和通货膨胀率都会上升，实际消费支出与实际GDP增长率下降，从峰顶的5%～6%下降到"适度增长"的2%～3%。经济学家以及其他人开始认为经济可能进入衰退期，而预测的焦点集中在衰退可能持续多长时间以及程度如何。在阶段2的基础上，股票市场在这一阶段又下跌了10%甚至更多，熊市即将到来。尽管如此，资本支出增长仍然较强劲，而失业率也保持在较低水平，这些事实使人们感到有所安慰。
- **阶段4：衰退到来**（the advent of recession）。此时，经济确实进入了衰退期，在这一时期实际GDP绝对下降，公司利润大幅度下滑，资本支出开始减少。失业率第一次大幅上升，这也许是人们最为担忧的。因为如果越来越多的工人失业了，又有什么可以推动经济复苏？担心经济持续下降的情绪开始蔓延，人们最常谈到的关于经济状况的话题就是何时出现衰退，即实际GDP的季度增长率下降到0以下，或者说实际GDP减少（好像把0作为分界线比其他数字更重要）。在阶段4的初期，正如投资者害怕面对的那样，股票市场继续下跌。与其他充斥着悲观情绪的时期一样，阶段4中经济主要组成部分的表现正好与普遍存在乐观情绪的阶段1相反。在衰退期经济状况最差的某些时点上，股票价格不但停止下跌，而且不可思议地开始上涨，这是最令人费解的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为一名分析师，我有责任向客户提供有关零售业股票业绩的分析，这时，我开始认识到经济和投资是如何遭受损失的。不仅零售业股票，而且整个股票市场在阶段1达到峰顶，此时经济增长达到最佳状态，人们普遍比较乐观。整个经济的企业销售增长率在阶段2开始下降时，股票价格就已经下降了，而且这种下降趋势在阶段3因销售增长率的持续下降而加剧了，但是这一切都发生在人们认为真实的衰退已经到来**之前**。对大多数公司而言，到阶段3才对经济增长放缓做出反应已经为时过晚。当阶段3继续向前发展时，投资者同样面临着两难选择：是静静等待，希望这次衰退不会真的到来，还是卖掉股票（此时股票价格可能处在最低点）以避免进一步损失。

此时，我开始意识到，当人们普遍把经济损失定义为企业和投资者所遭受的损失时，衰退（阶段4的到来）在其中扮演了核心角色。经济学家、商业人士和投资者强调衰退是极具负面影响的经济事件，事实上，这种观点导致他们忽略了一个基本事实：最严重的经济损失在**经济增长率**（rates of economic growth）开始下降时就已经发生了，这个时期始于阶段1末并一直持续到阶段4初，比阶段4发生经济总量绝对下降要早得多。正是在阶段2和阶段3，未预期到的销售增长减缓开始引起存货增加、企业下调价格、利润下滑以及股票价格下跌。事实上，在许多经济滑坡年份（如1966～1967年和1984～1985年）中，经济从未达到过阶段4，也就是说衰退或经济总量下降从未真正发生过，但是企业利润与股票市场的确出现了损失。

我曾经尝试着用天气来类比经济状况。阶段1是万里无云的晴天，阶段2是带有一丝阴霾的晴天，阶段3是暴风雨前的阴天，阶段4则是电闪雷鸣的暴风雨天。但随后我就意识到这种描述很不准确，可是它却有助于描绘衰退出现的过程。就天气而言，我们可以在阴霾中静静等待着阴天或更恶劣天气的到来（阶段2和阶段3），甚至是暴风雨来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

临前短暂的可以吹破窗户的狂风（阶段4）。但是对经济和股票市场而言，大部分损失发生在阶段1末至阶段3末，即阶段4之前。在现实经济与股票市场中，阶段2和阶段3代表了1/2~2/3的损失，而阶段4（即衰退期）意味着**损失开始终止**。



"那是真的，恺撒，罗马经济正在下滑，但是我预期它会在下季度回升。"

© The New Yorker Collection 1998, Dana Fradon from cartoonbank. com. All rights reserved.

3.2 传统经济分析的两大错误

到目前为止，前文已经清楚地说明：如果想走在曲线之前来预测经济状况，就必须改进被广泛使用的追踪经济数据的方法。本节的目标是纠正传统方法的两大错误，大多数商业人士、投资者，还有经济学家，经常使用这种方法来衡量经济周期。

- **第一个经济错误：将衰退作为经济增长减缓的基本量度标准。**使用衰退概念和定义（实际GDP绝对下降的时期）作为衡量指标，往往不能及时反映经济损失。因此，作为一个广泛使用的量度标准，衰退概念对企业、投资者以及政策制定者来说用处不大。在做分析师的最初10年及以后的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年份中我所经历的每个经济周期，当实际GDP出现或将要下降时，整体经济、企业和股票市场就已经遭受了严重的损失，而大部分损失早在经济增长率从峰值水平开始减缓时就发生了。当经济总量的绝对水平真正下降时，大部分损失已经发生过了。一个更敏感、能及时反映损失的经济增长减缓概念应该被用来替代衰退概念。

- **第二个经济错误：根据与上季度相比**（quarter-to-quarter）**或与上月**（month-to-month）**相比，来追踪经济数据**。这种方法被用来追踪大多数经济序列和指标的变化率，但也造成了不必要的麻烦：人们经常无法识别实际存在的因果关系，以至于很难有效地预测未来的经济事件。提供经济数据的政府部门和其他机构以及大多数经济学家按照与上季度相比来追踪主要经济指标的变化率（例如，新闻标题："第2季度实际GDP比第1季度增长了3.5%"）。这种方法要求：(1) 本季度以及与之相比的上季度数据都要经过季节调整；(2) 如果是季度数据，需要乘以4（如果是月度数据，需要乘以12）来确定季节调整后的变化率；(3) 经常进行修订。虽然在短期以这样的方式来报道数据具有时效性，但是按照与上季度相比来考察长期经济数据，往往会造成数据呈现出易变性并含有**噪音**（noise），以至于很难辨别出实际存在的经济序列间的因果关系。当我们试图挖掘经济指标间可预测的长期关系时，把数据绘制成图表是清晰描绘数据关系的基本方法。

采用衰退概念（经济损失的错误定义）并按照与上季度相比来衡量变化率（变化率的错误衡量方法），导致人们很难发现并识别经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期中真正的拐点，此时正是变化率开始改变方向的时候。

每个人都能获得相同数据，而通过纠正大多数经济分析中存在的上述两大明显错误，我们就能学会从不同角度考察这些数据，从而观察到其他人忽略的事实。这就像在30 000米高空的飞行员，低头俯视经济景象，看到一位轿车司机迷失在迷宫中。“衰退”、“增长”以及按照与上季度相比得出的含混不清的数据，共同构成了这个迷宫，而司机本人并没有认清真正的经济状况。纠正这两个错误有助于我们更好地从不同的新角度审视大众言论，并对当前的经济观点做出明确判断。

以后几章将分别讨论这两大错误并说明如何纠正它们。第4章考察过去经济衰退出现的次数和时间，描述经济衰退和经济总量增长率、公司利润以及股票市场有何联系，并首次阐述了经济滑坡反复循环出现时各经济指标变化的顺序；第5章分析了如何追踪经济增长率，说明了对于试图预测未来经济周期的人来说，放弃与上季度相比的衡量方法，而采用同比（year-over-year）变化率（即与上年同期相比的变化率）的必要性。稍后，第二部分和第三部分讨论因果关系在过去不同经济周期中存在一致性，而这种一致性可以指导对未来的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 4 章

纠正传统的衰退观点

记得我所经历的第一次经济衰退发生在1969～1970年，当时我作为一名新入行的分析师在纽约银行工作。尽管越战引起社会不满，但是20世纪60年代末的那段时期经济快速增长，呈现出繁荣景象。1968年股票市场表现强势（S&P500指数上涨了8%），经济增长率在1968年的下半年和1969年的上半年有所下降，但仍然保持大于零，实际上在1969年下半年又有所上升，在这段时间之前，公司利润一直稳步逐年增长，就业率实际上是持续下降的。只是到1969年的最后几个月，衰退的迹象才逐渐明显，股票市场在当年的每个季度都下跌了，一年中共下降了11%。

事后，根据传统的经济衡量方法测算，1969～1970年的经济衰退始于1969年12月，止于1970年11月。然而，直到1969～1970年的熊市（S&P500指数急剧下跌了36%）结束之后，美国国家经济研究局才于1970年6月证实了这次衰退。

后来我发现，在此之后，只要经济增长放缓就会出现类似情形：经济增长减缓带来的破坏性影响，如需求疲软、存货增加、公司利润增长率下降以及股票价格下跌等，早在职业经济学家和预测人员猜测衰退是否会出现之前就已经发生。很明显，在经济增长减缓刚刚开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时，企业必须有所警惕，而投资者也应该抛售手中的股票，此时，经济增长率从峰值开始下降，而且很有可能在衰退（实际GDP确实减少）前长时间地下降。事实上，我开始意识到，与前一年同期相比的实际GDP增长率从5%下滑到2%就足以给公司利润带来严重损失，并引起熊市。即使没有发生衰退，实体经济和股票市场也会遭受损失。

4.1 传统的衰退观点如何妨碍对经济问题的思考

衰退经常被金融出版物和多数非专业的经济观察者定义为，实际GDP连续两个季度绝对下降。（美国国家经济研究局使用内涵更丰富、形式更复杂的概念来界定和测量衰退，但是这种用于统计分析的定义仍然可以为普遍大众所使用。[1]）这种定义导致许多经济学家和商业出版物经常将经济增长简单地划分为两个阶段：增长（国内生产总值或总量经济活动增长，不论上升幅度有多大）和衰退（国内生产总值或总量经济活动下降，不论下降幅度有多大）。实际GDP增长率大于零时，大多数经济学认为经济将继续增长，至少不会出现问题。相反，经济出现或可能出现衰退时，人们反应激烈，责备政府在应对衰退上没有发挥作用，企业和消费者也相信经济出现了不祥之兆。

经济增长放缓却没有达到衰退的程度，这种情况通常被称为**软着陆**（soft landing）或**增长衰退**（growth recession），且被人们视为不值得特别关注的经济事件。然而通过观察近40年的经济周期和股票价格变动，我坚信"增长衰退"给经济和股票市场造成的破坏通常不亚于"官方"定义的衰退。"增长衰退"在1953年、1956～1957年、1962年、1966年和1984年造成股票市场下跌15%甚至更多。正如前文所指出的：为什么人们将0看做比1.5%或是0.3%更重要的划分经济增长与衰退的标准。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.2 衰退：与经济增长放缓大相径庭

作为经济萧条的核心定义，传统的衰退观点的一个重要缺陷在于，没有注意到经济衰退发生的频率不高，远远低于经济增长减缓发生的次数。表4-1概括了1950～2004年的54年间发生经济衰退的相关数据，这段时间共发生9次经济衰退，平均每6年一次。每次经济衰退持续时间长短不一，最短的是1980年的6个月，最长的是1973～1975年以及1981～1982年的16个月，而平均持续时间为10～11个月。在过去的660个月（55年）当中，美国处于经济衰退的时间总共是93个月（7.75年），仅占14%的时间。难怪经济衰退发生的次数相对较少，却引起了过多的关注。

表4-1 1950～2004年的经济衰退[①]

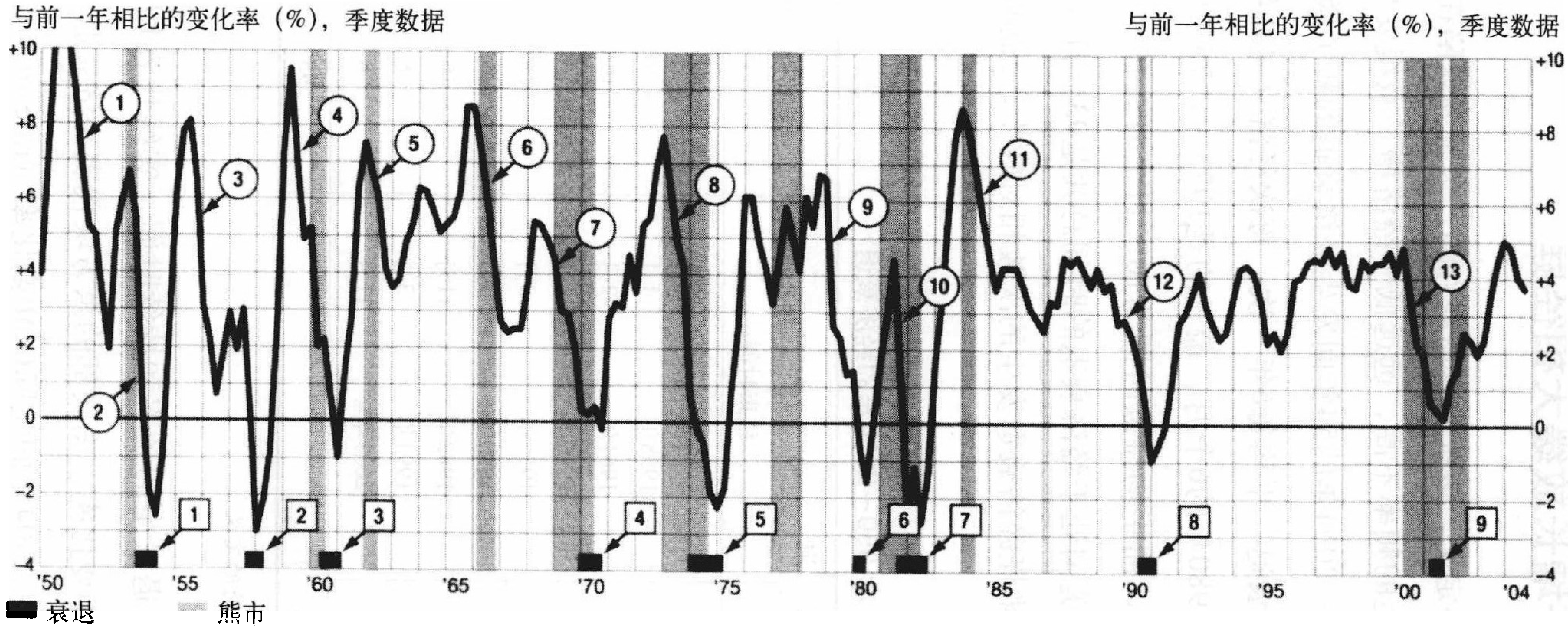
衰退				持续时间（月）
开始时间		结束时间		
1953年	7月	1954年	5月	10
1957年	8月	1958年	4月	8
1960年	4月	1961年	2月	10
1969年	12月	1970年	11月	11
1973年	11月	1975年	3月	16
1980年	1月	1980年	7月	6
1981年	7月	1982年	11月	16
1990年	7月	1991年	3月	8
2001年	3月	2001年	11月	8
总计				93

① 采用美国国家经济研究局的定义。

图4-1描绘了经济衰退发生的频率和持续时间，实线代表1950～2003年间实际GDP同比年变化率，图底部的黑方块代表经济衰退。

如图4-1所示，1950～2004年间实际GDP变化率（rate of change）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



衰退（如图底部的黑方块所示）出现的频率较低，与之相比，无论是在相关性还是及时性上，实际GDP增长率下降（图中用13个带圈的数字表示）都是更好的经济困境衡量指标。

1. 熊市（用垂直的灰长条表示）的始点通常出现在实际GDP同比增长率从峰值开始下降之时。

2. 当衰退（实际GDP绝对下降的时期）真正发生时，经济增长率下降，熊市基本接近尾声，大部分经济损失也已经形成。

投资者和企业必须掌握预测经济增长峰值（本书第三部分讨论）的方法，来避免增长率下降给经济和股票市场造成的损失。

图4-1 衰退与实际[①]GDP增长减缓：不对称

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Bureau of Economic Analysis.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（与上年相比）被分成两种情况：经济增长率上升时期和下降时期。与上年相比实际GDP年增长率下降4%及以下的情况有13次（图4-1中用带圈的数字表示）。然而，经济衰退仅发生过9次（如图4-1底部的黑方块所示），而且差不多都发生在实际GDP增长率下降时期结束之际。

如图4-1所示：（1）实际GDP增长率大约有一半时间是在上升（即经济增长），另一半时间是在下降（即经济增长减缓）；（2）实际GDP绝对“增长”的时期占86%，而“衰退”的时期只占14%，这两种情形显然是不对称的，因此企业和投资者更需要为经济增长率下降的时期做好准备，这种情况出现的频率远远比衰退高。

4.3 一种滞后且无效的经济滑坡衡量方法

图4-1还有另一种功能，即帮助我们通过分析图表认清美国“传统衰退观点”在本质上是毫无意义的。如图4-1所示，垂直灰长条代表**熊市**，按照本书的定义，指股票市场（用S&P500指数表示）下跌12%及以上（目前尚没有普遍认可的熊市定义）。

垂直灰长条有助于我们确定股票价格何时相对于其他经济指标出现明显下跌。垂直灰长条的起点是股票价格达到峰值（熊市开始）之时，而终点是股票价格达到最低点（新一轮牛市开始）之际，尽管这个结论是凭直觉得出的，但它非常有用。第8章将详细考察1960～2004年间的部分熊市。

但是，快速浏览图4-1，我们会发现，大多数熊市**开始**于实际GDP同比增长率达到或接近峰值（4%～8%）时，实际GDP同比增长率**朝着**0向下滑的过程中，股票市场基本上都是熊市。换句话说，大多数熊市开始于实际GDP增长态势强劲的时候，且在同比增长率从峰值开始回落时真正出现。为什么会这样呢？因为在这一时期，位于经济周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期最前端的消费支出驱动着公司利润增长率也开始从峰值下跌。如图4-1黑方块所示，大多数衰退只有在实际GDP同比变化率**从峰值下降至少几个季度**、通常情况是下降1年多之后才出现。

同样，图4-1清楚地说明，大多数情况下当衰退真正到来时，熊市基本上已经结束了。换句话说，当经济学家证实衰退已经出现的时候，大部分经济损失早已发生。

根据上述分析，有理由得出如下结论："衰退"概念通常能在事实发生之后说明整体经济增长明显减缓并出现绝对下降，除此之外，这一概念几乎没有任何分析价值。虽然一些出版物经常用对前景进行悲观展望的口吻来大标题报道衰退，但事实上，此时衰退已经接近尾声。因此，经济和商业出版物以及各种媒体没有必要把大量精力浪费在争论衰退概念上，当衰退到来时，我们更应该关注领先指标，以提前确定接下来的复苏何时开始。这样的话，区分经济增长率下降和经济绝对下降（衰退）对企业经理和投资者来说是十分重要的：因为经济增长率下降时大多数企业和股票市场损失已经发生，而当人们意识到衰退到来并采取措施时，一切已经为时过晚，剩下的只是追悔莫及。

4.4 详细考察两个经济周期

本书的图表说明了，1960～2004年间大多数经济周期在经济指标出现的顺序方面十分相似，这些指标依次先上升而后下降。接下来，详细考察两次具体的经济滑坡（1969～1970年和2000～2002年），说明在短期内这些指标是如何依次变化的。图4-2是从图2-1中截取而得的，从该图可以看出，在典型的经济周期中各经济指标依次出现上升和下降的时间表。

本书同时使用6个相关经济数据序列的季度变化来形象地分析每次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济滑坡，它们是实际GDP、实际消费支出、工业生产、实际资本支出、S&P500指数每股收益（代表公司利润）以及失业率。让我们多花些时间复习一下前面的图表，来说明一个核心观点：在经济绝对下降（也就是衰退）之前，当与前一年相比的经济增长率减缓时，企业和股票市场的损失就已经发生了。

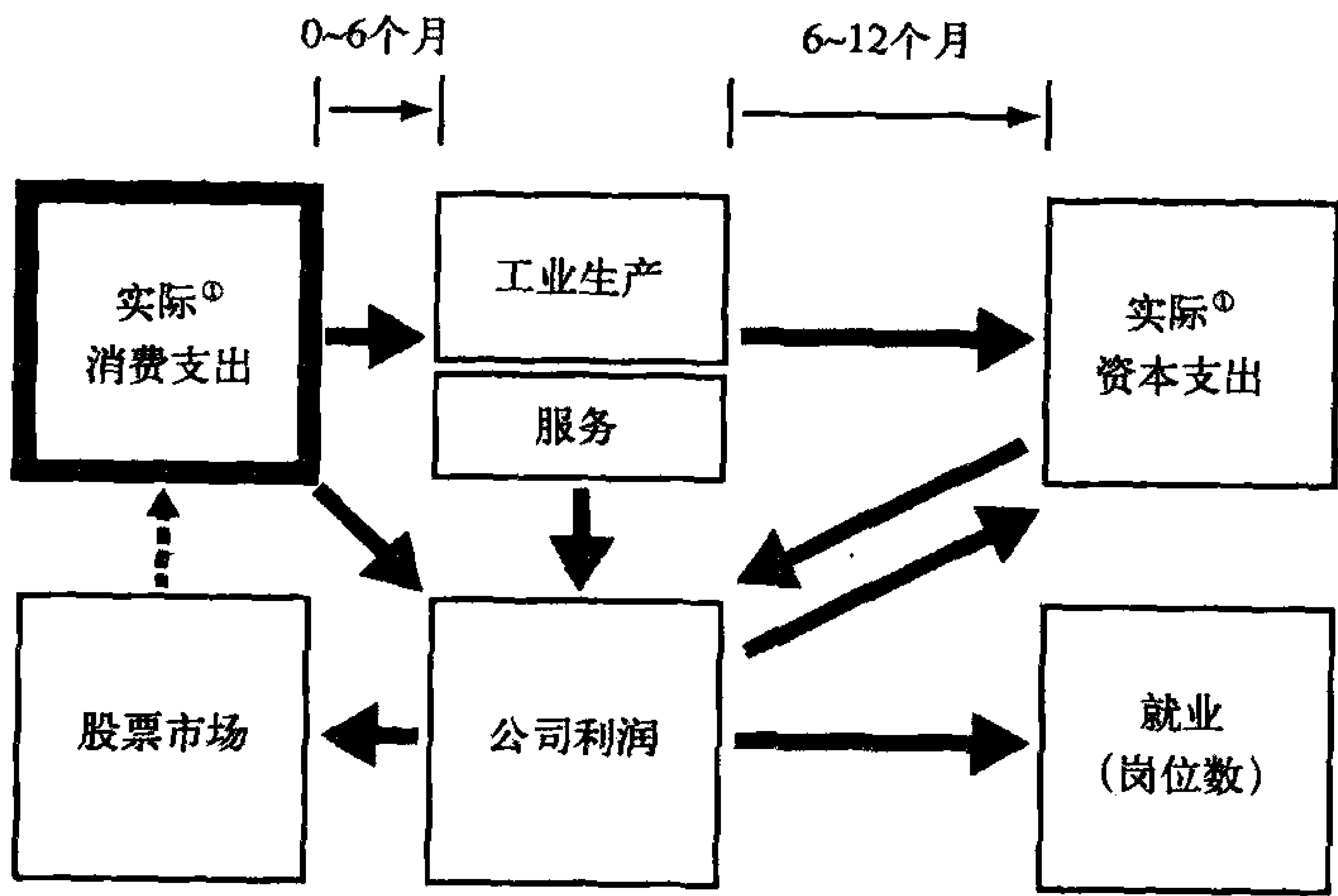


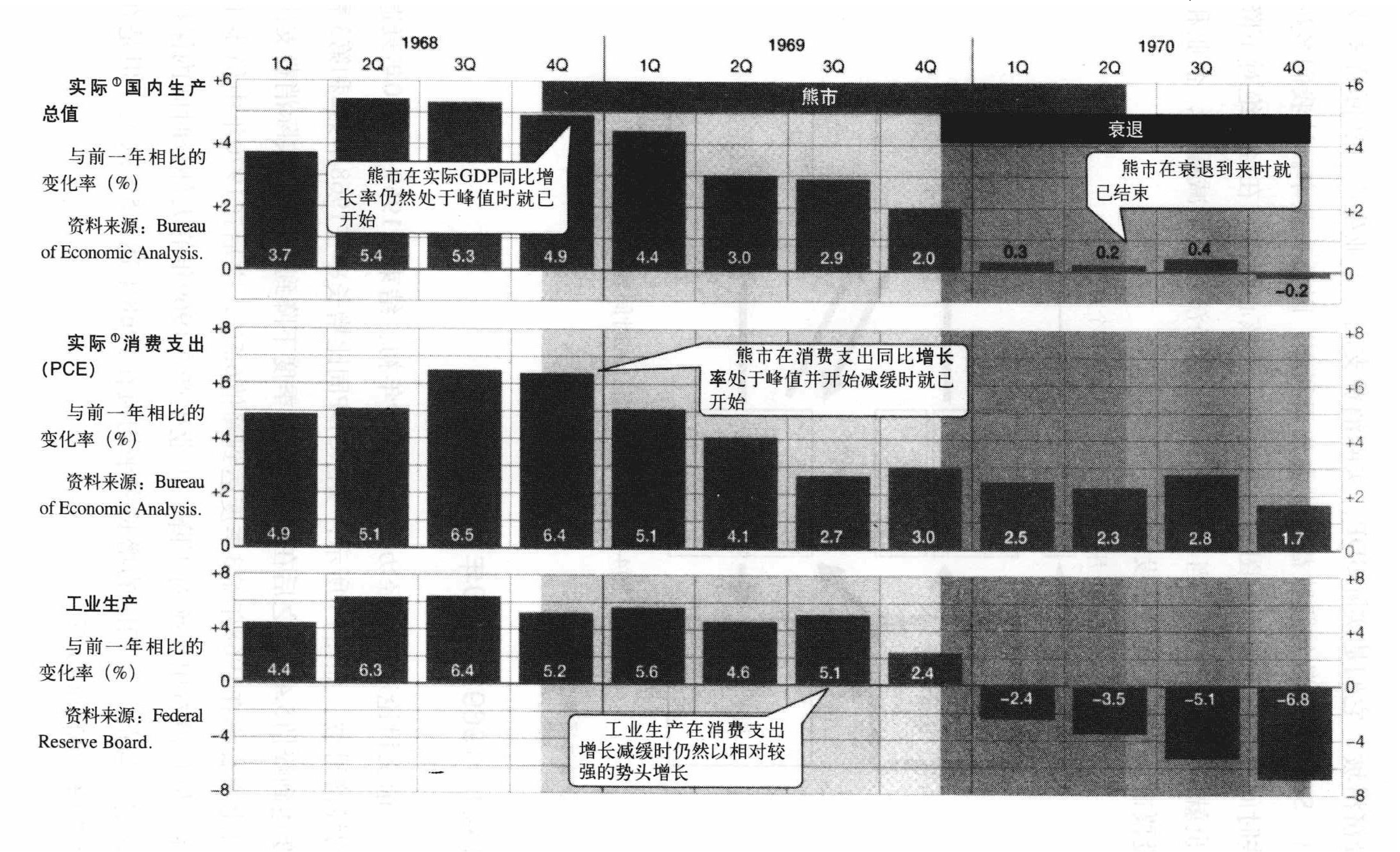
图4-2 关键经济指标的时间表

① 经过通货膨胀调整。

4.4.1 1969～1970年的经济滑坡

前文讨论过我所经历的始于1969年初、结束于1969～1970年衰退的经济滑坡。如图4-3所示，实际GDP同比增长率在1968年第2和第3季度达到峰值5.4%，之后在1970年第4季度下降到-0.2%；实际消费支出同比增长率在1968年第3季度达到峰值6.5%，之后在1970年中稳步下降，但是没有出现绝对下降。工业生产在1969年的大部分时间内保持稳定，与前一年相比的增长率平均值在1968年达到5%以上，但是在1970年却降到0以下。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

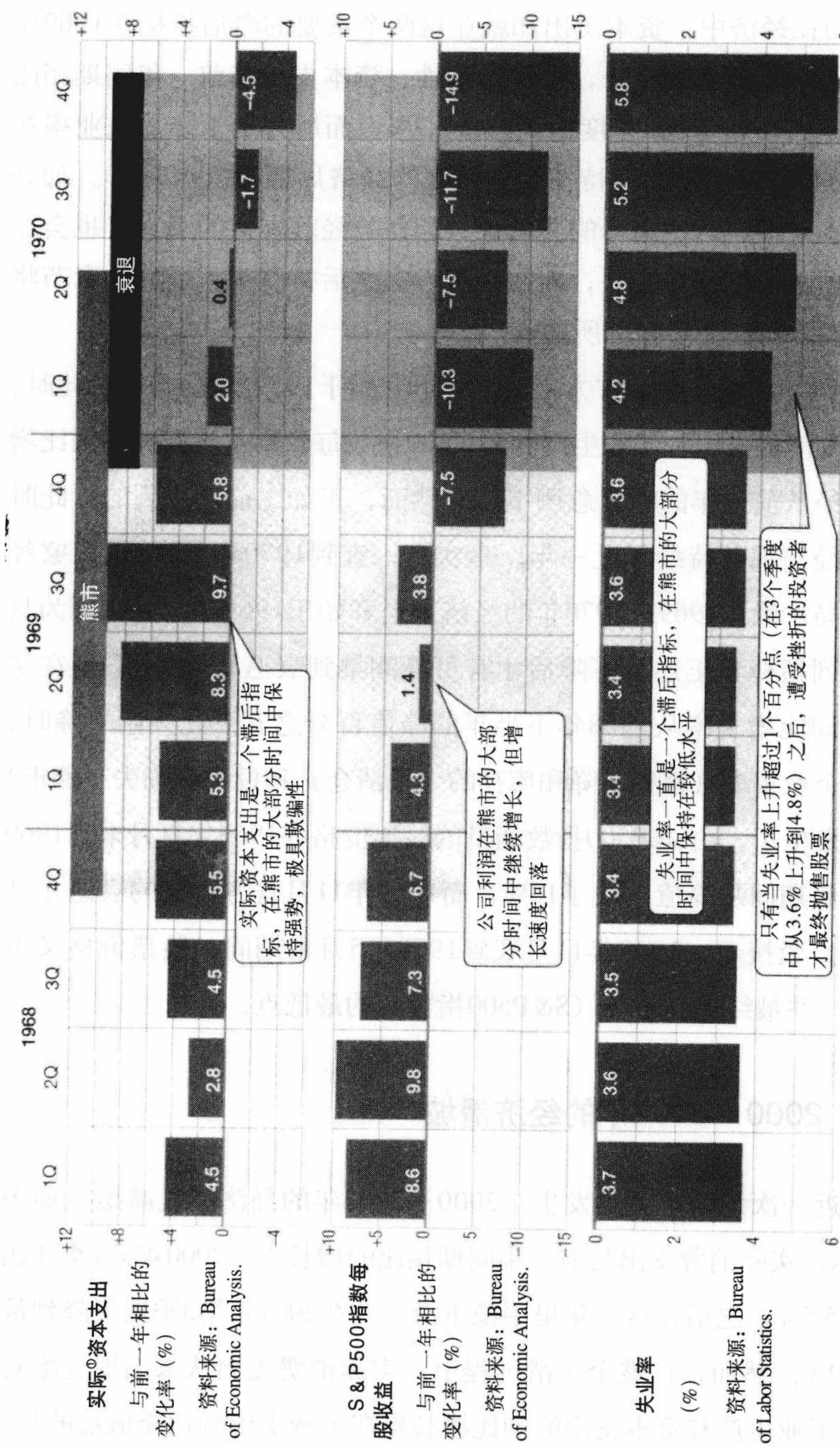


图4-3　1969～1970年经济滑坡中的关键经济数据

① 经过通货膨胀调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而在经济中，资本支出和就业这两个重要的滞后指标在1969年以及熊市中依旧保持强势，极具欺骗性。资本支出与前一年同期相比的增长率在1969年第3季度达到峰值9.7%，而后开始下降。失业率在1969年的第2季度仍然保持在令人乐观的经济周期最低点3.4%。如果不能正确地理解这些指标的滞后性，即便是经验丰富的观察者也会在经济峰顶之后继续持多头，而在经济谷底之后持空头，后面的章节将讨论人们如何被滞后指标所欺骗。

如图4-3所示，根据官方定义，衰退开始于1969年第4季度，此时，实际个人消费支出、工业生产和S&P500指数每股收益等指标的同比增长率已经从前一年的峰值急剧下滑。然而，正如之前注意到的，此时熊市已经出现并持续了近一年。事实上，直到1970年6月美国国家经济研究局才确认1969～1970年的经济衰退开始于1969年12月（因为只有一系列指标真正连续下降后才有可能测量到衰退）。然而，早在实际GDP同比增长率从1968年下半年的峰值百分之五点几开始下降时，大部分企业损失（销售下降和库存的大量清仓）和投资者损失（熊市）就已经发生了。由S&P500指数衡量的股票价格在1968年11月末到1969年11月底期间从峰值下跌了13%，而1969年11月官方定义的衰退才刚刚开始。紧接着，1969年11月底到1970年5月末期间，股票价格又下跌了26%并最终达到市场（S&P500指数）的最低点。

4.4.2 2000～2002年的经济滑坡

最近一次经济滑坡是发生于2000～2002年的经济增长减缓。如图4-4所示，实际消费支出与前一年同期相比的增长率在2000年第1季度达到峰值5.5%，之后在这一年里平稳下滑，并在2001年第3季度下降到最低点2.0%。然而，在整个下滑过程中，实际消费支出从未出现过绝对下降。工业生产和资本支出的同比增长率在消费支出到达峰值后的1个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

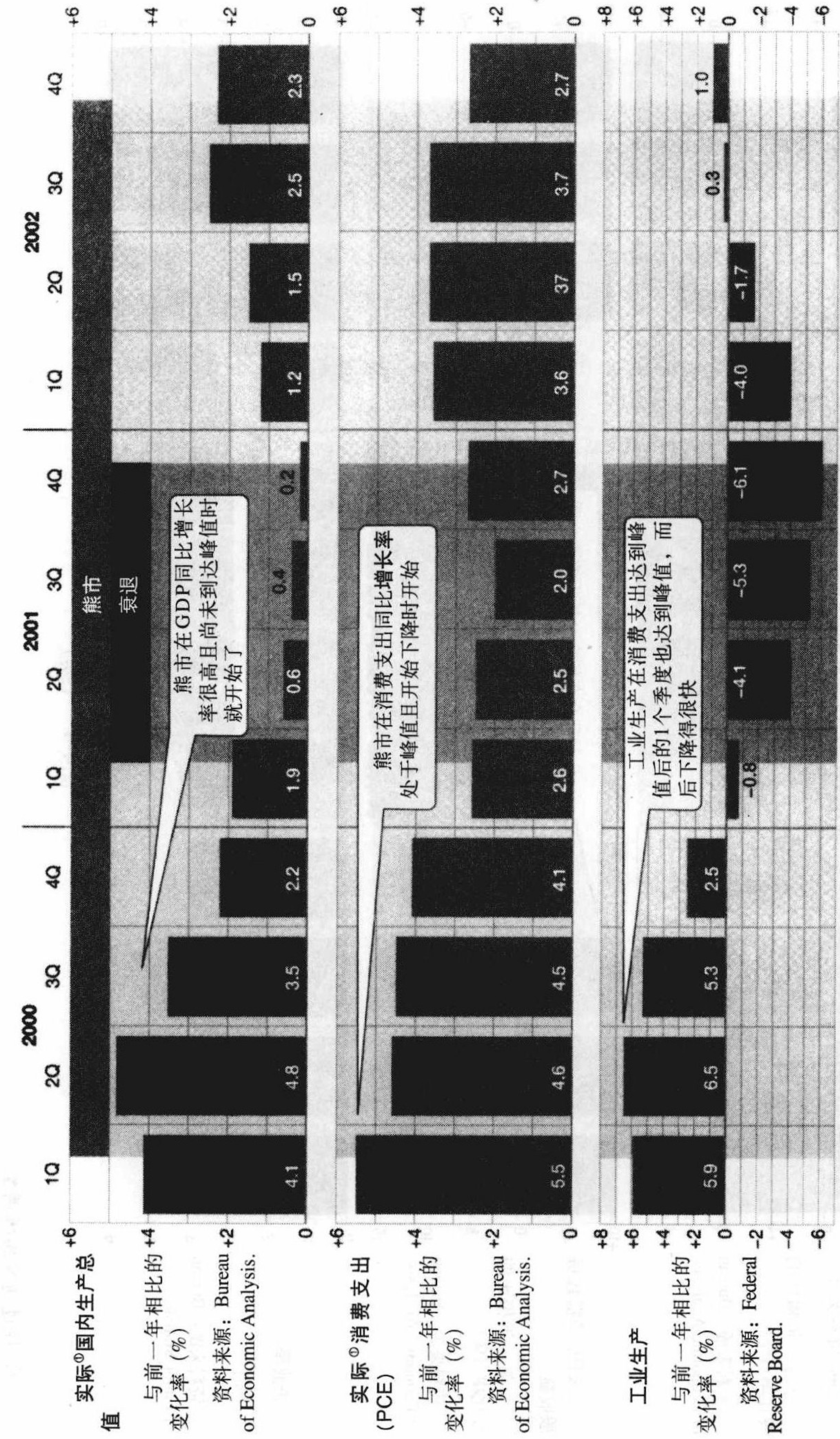


图4-4 2000~2002年经济滑坡中的关键经济数据

① 经过通货膨胀调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

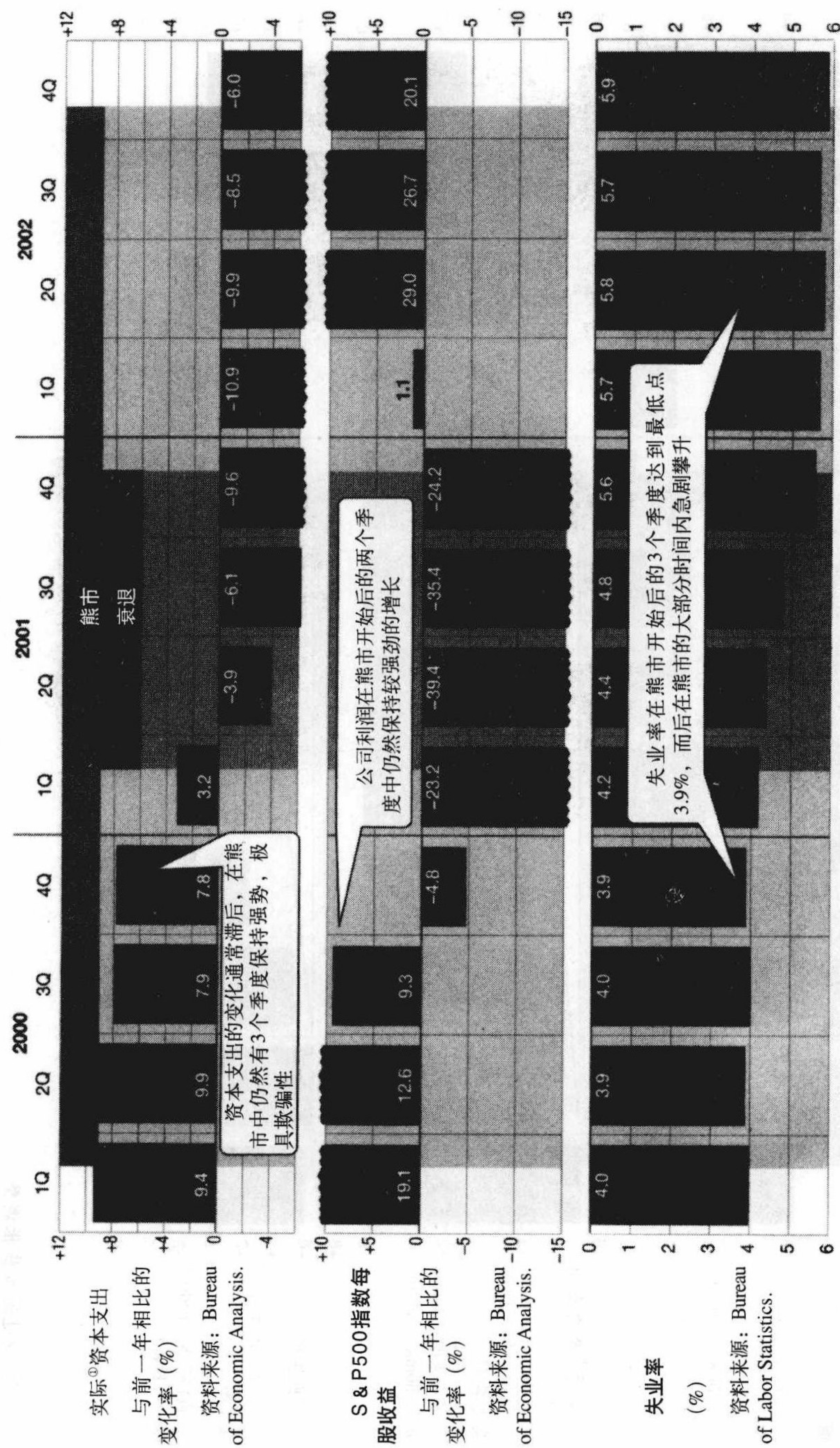


图4-4 （续）

① 经过通货膨胀调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

季度，即2000年第2季度均达到了峰值，但是在2001年中期又急剧下降。S&P500指数每股收益在2000年上半年保持强劲增长，但在2001年全年急剧下滑并出现绝对下降。虽然经济在2001年上半年开始明显下降，但是大部分股票市场的损失已经形成。20世纪90年代后期的牛市在2000年3月下旬结束，2000年的大部分时间内股票市场时涨时跌，但是从2000年下半年到2001年4月期间股票市场下跌了27%，接着，在2001年中到年末继续时涨时跌（其中包括世贸中心灾难造成的急剧下跌，但是随后股票市场又不可思议地回升了），而在2002年又下跌了23%。

尽管在2001年中和年末人们才开始质疑是否出现了衰退，但是企业和股票市场的大部分损失在2001年初和年中就已经形成。同样，此时经济学家和新闻舆论之间再争论经济是否正走向衰退或能否软着陆，对于已经陷入麻烦的人来说，已经为时已晚、毫无意义。零售企业、制造企业、进行资本支出的企业，当然也包括网络行业，都由于经济活动的急剧滑坡而遭受了打击。经济学家没有提前警告人们经济会急剧下滑，而现在却要界定经济下降的幅度，这种努力不仅太晚而且是徒劳的。

最后，尽管恐怖袭击产生了一定的消极影响，但是实际GDP仍然在2001年第4季度开始复苏。事实上，美国国家经济研究局直到2002年11月才评估了重新公布的新经济数据，确定2001年出现了3个季度的衰退。

同样，界定衰退的工作是徒劳的，至少对企业和投资者来说是没用的。宣布出现衰退只有在事后测量经济绝对下降时才有价值，而以“0”作为划分经济上升和下降的界线是非常武断的。企业和投资者只有在2000年上半年及早意识到并敏锐地察觉经济增长减缓，才有可能采取措施避免损失。[2]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4.5 需要一种定义经济周期的新方法：ROCET

简言之，当衰退成为事实时，衰退本身以及其是否出现的激烈争论通常是没有意义的（除了可以作为**新经济周期**开始的标志）。无论在思想上还是在实际分析中，人们都过多地关注"衰退"概念及其事实，这种做法的危害类似于水资源地方管理部门没有持续关注蓄水池水位的逐渐下降，而是在蓄水池几乎没水时才颁布禁水令，事实上，大部分损失在水位从全满下降到1/3满时就已经发生了。衰退的定义是经济绝对下降，对衰退的担心和警惕不但已经为时过晚，而且也是完全没有必要的，因为这个定义并没有真实地描绘出实际经济运行状况。实际情况是，经济增长率有一半时间在上升，另一半时间在下降。

许多投资组合战略家认识到股票市场下跌通常比衰退早6～12个月，所以即使预测到6个月后会发生衰退也是不够的，而预测衰退本身就是一个错误。对商业人士来说，当经济逼近衰退时再收缩业务已经太晚了，而事实上，此时应该扩张业务以等待复苏的到来。经济学家和其他人已经花费了过多时间来试图预测一个不应该预测的经济事件。

因此，虽然**衰退**这个词仍然继续被经济学家和新闻报道者用来定义和描述不景气的经济状况（通常指经济总产出绝对下降），但是企业和投资者必须找到一种新方法来衡量经济上升和下降。

企业、投资者甚至是经济学家，都应该使用一种新方法，即**经济变化率追踪法**（rate of change economic tracking, ROCET），这种方法将经济增长变化率的拐点，而不是绝对水平的拐点视为关键的经济转折点。ROCET方法在帮助我们掌握最重要的经济指标及其相互关系，以及股票市场变化等方面极具价值。

然而，我们必须在第5章先纠正传统经济分析的第二大错误，以便更好地追踪和描绘主要经济指标的变化率，加深对经济中最重要的因果关系的理解，提高预测经济前景的能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 5 章

巧妙的经济追踪方法

滤出噪声

前文已经指出大多数经济分析存在的基本错误，即过分依赖衰退或经济的绝对下降（与变化率减缓相反）作为经济萧条的量度标准，这一错误在很大程度上导致企业、投资者和经济学家不能及时地针对经济滑坡做出反应。然而，即使人们转而采用更有效的ROCET方法，仍然必须纠正大多数经济言论和分析的第二大错误：通常使用与前一个季度或前一个月相比的方法来衡量一段时间内某指标的变化率，而且考察的时间跨度如此之短，以至于引起数据较大波动并掩盖了数据背后的真实变化趋势。

5.1 实例：阿珂姆衬衫

先考察某典型企业的数据，而后扩展到更多经济数据的分析，这样便于理解，按照与前一个季度或前一个月相比来追踪数据所产生的问题及其对分析的影响。假设某人是阿珂姆（ACME）男士衬衫零售店的所有者，分别按周、季度和月追踪公司单位衬衫的销售量。如表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5-1所示，上半部分的第1～4列分别是公司2000年、2001年、2002年、2003年每个季度的销售量。除了消费支出走强和走弱的周期性影响外，季度销售量还受到天气、流行趋势、特殊促销活动以及竞争等因素变化的影响。每年第2和第4季度的销售量特别高，因为第2季度是新一年的春季，也是服装换季的时节，同时人们要为父亲节采购礼品，而在第4季度要购买并互赠圣诞节礼物。

表5-1　阿珂姆衬衫店的季度销售表

	单位销售量（千）				与前一年同期相比的增长率（%）			与前一个季度相比的年增长率（%）		
	2000 (1)	2001 (2)	2002 (3)	2003 (4)	2001 (5)	2002 (6)	2003 (7)	2001 (8)	2002 (9)	2003 (10)
实际销售量										
第1季度	3 951	4 156	4 355	4 499	5.2	4.8	3.3	—	—	—
第2季度	5 064	5 378	5 642	5 788	6.2	4.9	2.6	—	—	—
第3季度	4 650	4 904	5 088	5 233	5.5	4.8	2.8	—	—	—
第4季度	6 074	6 396	6 617	6 731	5.3	3.5	1.7	—	—	—
全　年	19 739	20 834	21 702	22 251						
季节调整后的销售量										
第1季度	4 854	5 111	5 344	5 536	5.3	4.6	3.6	6.0	2.3	3.9
第2季度	4 888	5 176	5 411	5 542	5.9	4.5	2.4	5.1	5.0	0.4
第3季度	4 961	5 234	5 464	5 590	5.5	4.4	2.3	4.5	3.9	3.5
第4季度	5 036	5 313	5 483	5 583	5.5	3.2	1.8	6.0	1.4	(0.5)
全　年	19 739	20 834	21 702	22 251						

与大多数企业一样，我们每月、每季度都要观察与前一年同期相比的销售增长率（表5-1上半部分第5～7列）。但是，我们也关注与上月或上季度相比销售量如何变化，以便掌握短期变化趋势的相关信息。从整体上看，与第2季度相比，第3季度的销售量增长率是多少？第4季度与第3季度相比又怎样呢？因此，我们需要把每个月或季度的销售量与前一个月或季度进行比较。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接下来，我们必须解决两个重要问题：

- 由于第2和第4季度的销售量总是高于其他季度，因此，必须用统计因子乘或除季度销售量来对这两个季度进行**季节调整**（seasonally adjust），以反映多年中这两个季度销售量对其他季度正常的季度性偏离。这个调整过程不是十分精确，但是可行。如表5-1所示，下半部分第1～4列是对季度销售量进行季节调整后得到的结果。
- 接着，必须将与前一个季度相比的变化率乘以4，得到与前一个季度相比的年变化率，如表5-1下半部分的第8～10列。这样，就能评价与前一个季度相比销售量的年增长率是上升还是下降了。

这里有一个问题：每步调整得到的数字越来越偏离“真实的”数字。事实上，我们能在一定置信度下对这些真实数据进行精确的统计分析。

由于每个月、每个季度的天气变化、促销活动和竞争条件变化，再加上季节调整过程固有的误差，相对于与前一年相比的变化率，与前一个季度相比的销售年变化率波动更频繁一些。事实上，该变化率如此频繁地上下波动，以至于在进行短期敏感性分析时，销售量变化的内在趋势很难被发现。

把表5-1中与前一年相比和与前一个季度相比的变化率同时绘制成图（见图5-1），我们就能更容易地看清这个问题。如图5-1a所示，阿珂姆衬衫销售量与前一年相比的年增长率从2001年第2季度的6%稳步下降到2003年第4季度的不足2%；图5-1b描绘了与前一个季度相比的销售量年变化率，但我们很难观察到明显的变化趋势。与前一个季度相比的年变化率随季度更迭时升时降，这反映了天气、流行趋势和竞争的正常变动，也反映了季节调整过程中可能的误差（因为季度变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率乘以4得到年变化率），而总体上看，销售量却呈逐年下降的趋势，在下降过程中的任一时段内，与前一个季度相比的年变化率上升都可能被误认为是经济上升的信号。

由于根据与前一个季度相比的年变化率来追踪需求，会导致预测结果变化无常，因此，大部分企业仍然采用较可靠的方法来评估其需求趋势，即观察与前一年相比的销售增长率是上升还是下降。然而，在宏观经济分析与报道中，情况完全不同。

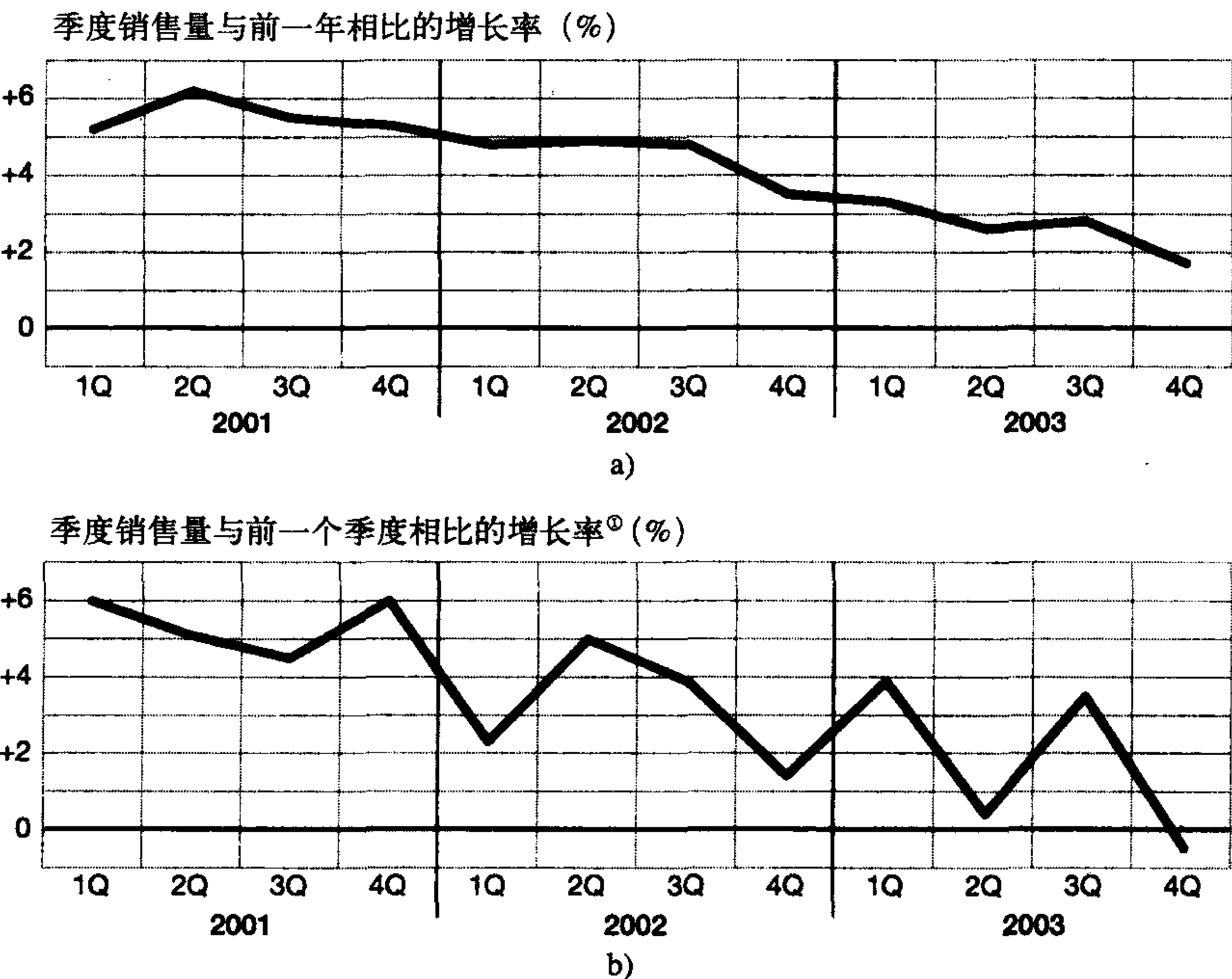


图5-1 阿珂姆衬衫店的单位销售量

① 以年变化率进行了季节调整（Seasonally adjusted at an annualized rate, SAAR）。

5.2 按照与前一个季度相比的方法绘制图表不能清楚地描述经济事实

你多长时间才会观察如图5-2所示的时间跨度为多年甚至几十年的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济数据序列（如国内生产总值）图表？

与图5-1b所示的阿珂姆衬衫数据一样，图5-2中，实际GDP与前一个季度相比的变化率波动方向频繁变动，以至于不可能确定其变化趋势，更谈不上预测其未来走势。我们怎样才能清楚地分析图表中时上时下的频繁波动呢？2002年11月15日《华尔街日报》刊登了零售销售与前一个月相比的变化率的相关图表，这是一张与图5-2类似的典型图表，具有一定代表性（见图5-3）。可谁又能确定图5-3中的经济趋势呢？

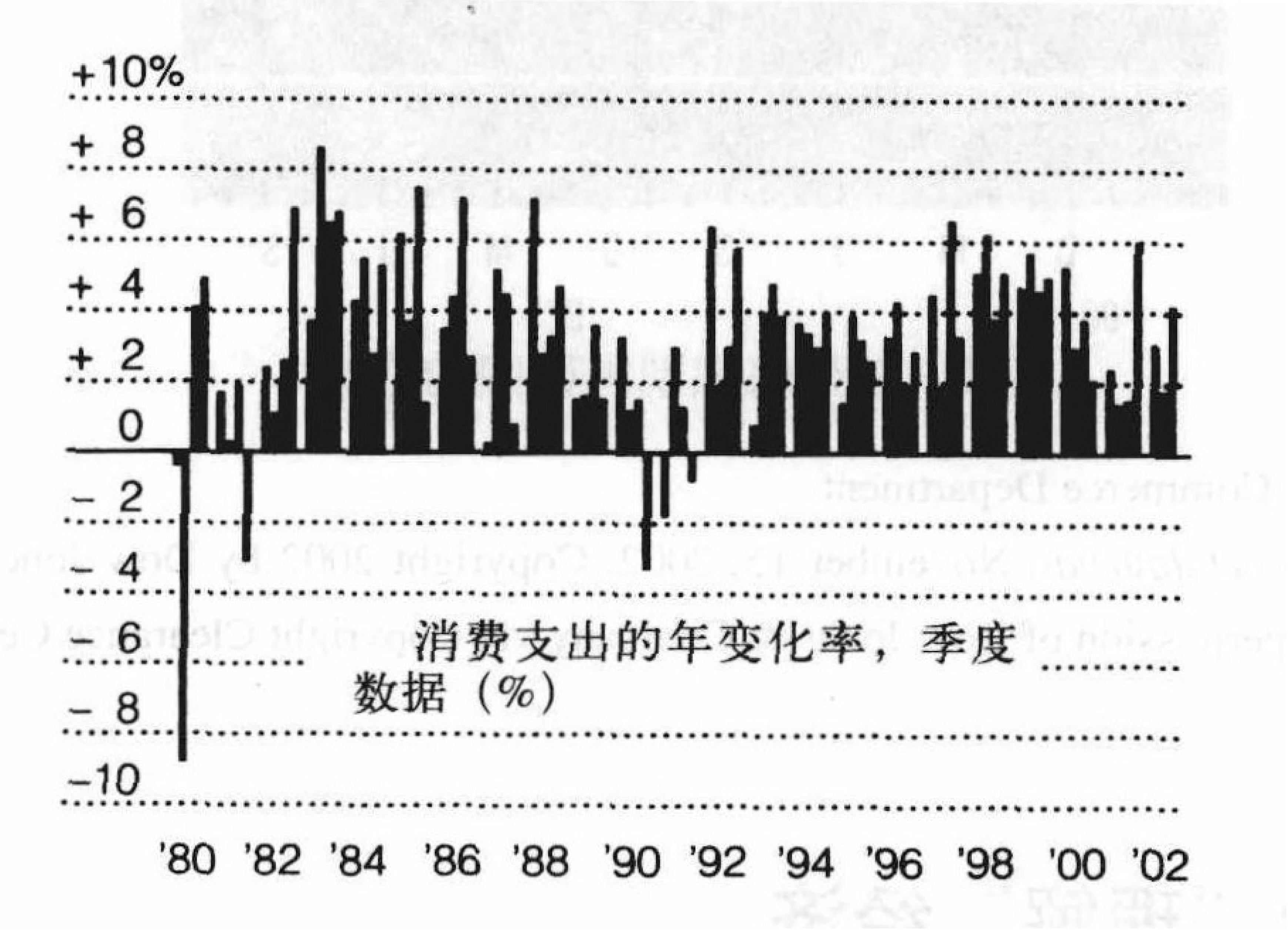


图5-2 典型的“噪声”图

资料来源：The new York Times, November 10, 2002.

如果一张图表没有提供任何背景内容，只描绘了与前一个月或前一个季度相比的数据变化，而且这种变化十分剧烈，那么图表的使用者就会感到困惑，觉得该图无益于经济分析：“如果图表都不能阐明经济报道的含义，我又如何能有效地利用这些经济数据呢？”按照这种逻辑推理，商业人士或投资者所能做的就是，不要利用经济数据进行预测，而是听任经济状况的“发展”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一线希望
零售销售与前一个月相比的变化率以及不包括汽车的零售销售变化率（%）

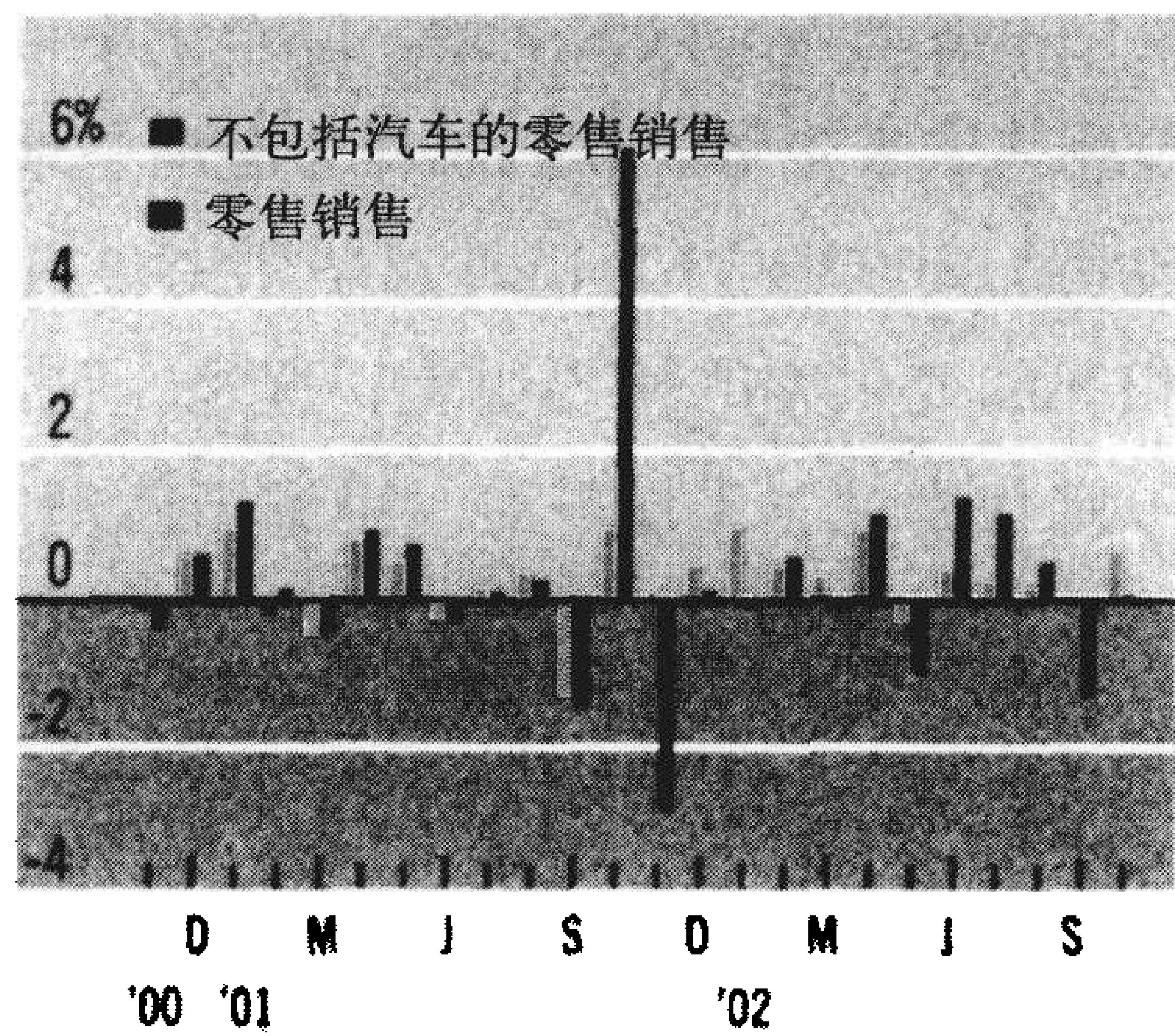


图5-3 如何识别出该图的趋势

资料来源：Commerce Department.

The Wall Street Journal, November 15, 2002. Copyright 2002 by Dow Jones & Company. Reproduced with permission of Dow Jones & Company via Copyright Clearance Center.

5.3 学会"理解"经济

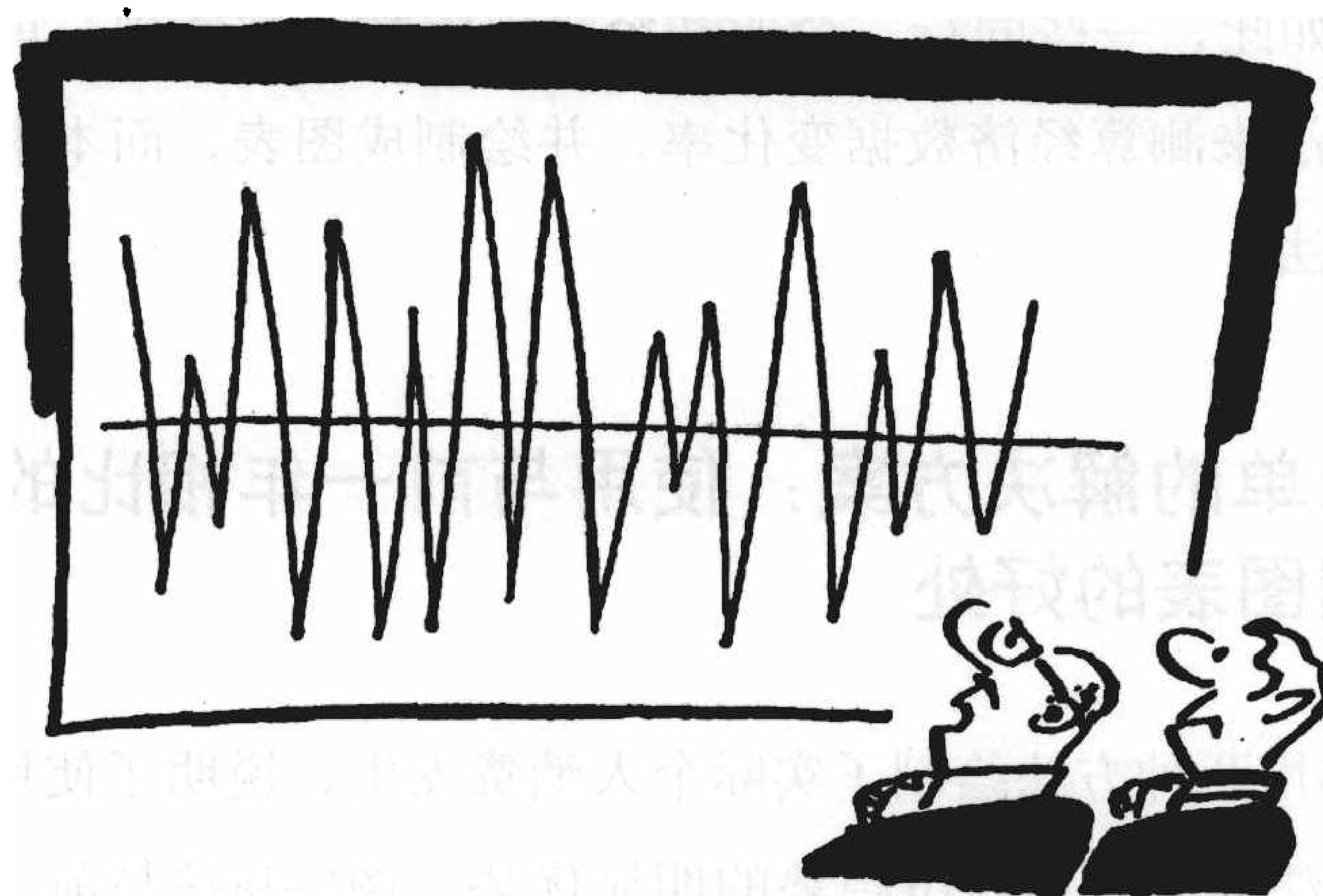
如第1章所述，图表是描绘和把握经济周期变化的最有效手段。把某经济序列的最新数据放入时间跨度为几十年的图表中加以考察，有助于观察者掌握该序列的长期趋势及其当前的变动。显然，使用多列多行的表格列出数据不可能达到上述目的。当观察者在一张图中绘制某数据序列及其相关的另一个序列（领先或滞后于前者），二者之间的因果关系将一览无余，而他也能够利用这种历史关系将有效地预测二者未来的相对变化。

长期以来，作为一种综合分析和评价数据的手段，图表被广泛使用在经济学和其他领域。然而，这些图表存在各种各样的缺陷，以至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于使用者无法从图表中获得必要的信息。使用者非但没有受到图表的启发，反而感到更加困惑，因此，我们常常听到抱怨："我讨厌图表。"如果说现在有什么改变的话，那就是人们能够很容易地使用计算机绘制标准化图表，但是上述问题却变得越来越尖锐了。假如描绘过去经济关系的图表可以帮助使用者运用这些关系来预测未来，那么他们有必要首先学习一些基本的绘图原则。

即使不经常关注新闻，任何人也会发现商业和经济新闻通常用与前一个季度相比的变化率来报道经济数据（最常见的是国内生产总值）。与阿珂姆衬衫店的例子一样，这意味着2002年第4季度的实际GDP是和第3季度的数字进行比较，而不是与前一年同一个季度的数字相比较。之所以这样处理数据，是因为经济数据的收集者试图用一种更敏感的方法追踪数据趋势中的短期变化，这样做无可厚非。尽管如此，这种试图描绘短期趋势的方法在分析中所面临的问题与阿珂姆衬衫店的数据分析方法相同，尤其是在追踪和把握长期经济因果关系时更是如此。



"我已学会不再担忧。"

www.CartoonStock.com. All rights reserved.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

首先，与阿珂姆衬衫店数据一样，宏观经济数据也表现出自身的季节特征。例如，因圣诞节花销增多，消费支出（占GDP的比重超过了2/3）在第4季度增加。我们必须用统计因子或SAAR（以年变化率进行的季节调整）对经济数据进行季节调整，使第2和第4季度的数据具有可比性，当然，这类季节调整因子一定存在误差。

其次，进行分析时，我们通常不考虑与前一个月或季度相比的变化率。企业和投资者经常按照与前一年相比的变化率来分析公司财务报表并据此做出判断。按照与前一个季度或前一个月相比的方法来描绘经济数据的长期变化，不符合人们按同比变化率（即与前一年同期相比的变化率）考虑问题的思维习惯，而大部分商业人士和投资者已经养成了这种考虑问题的（正确的）方式。

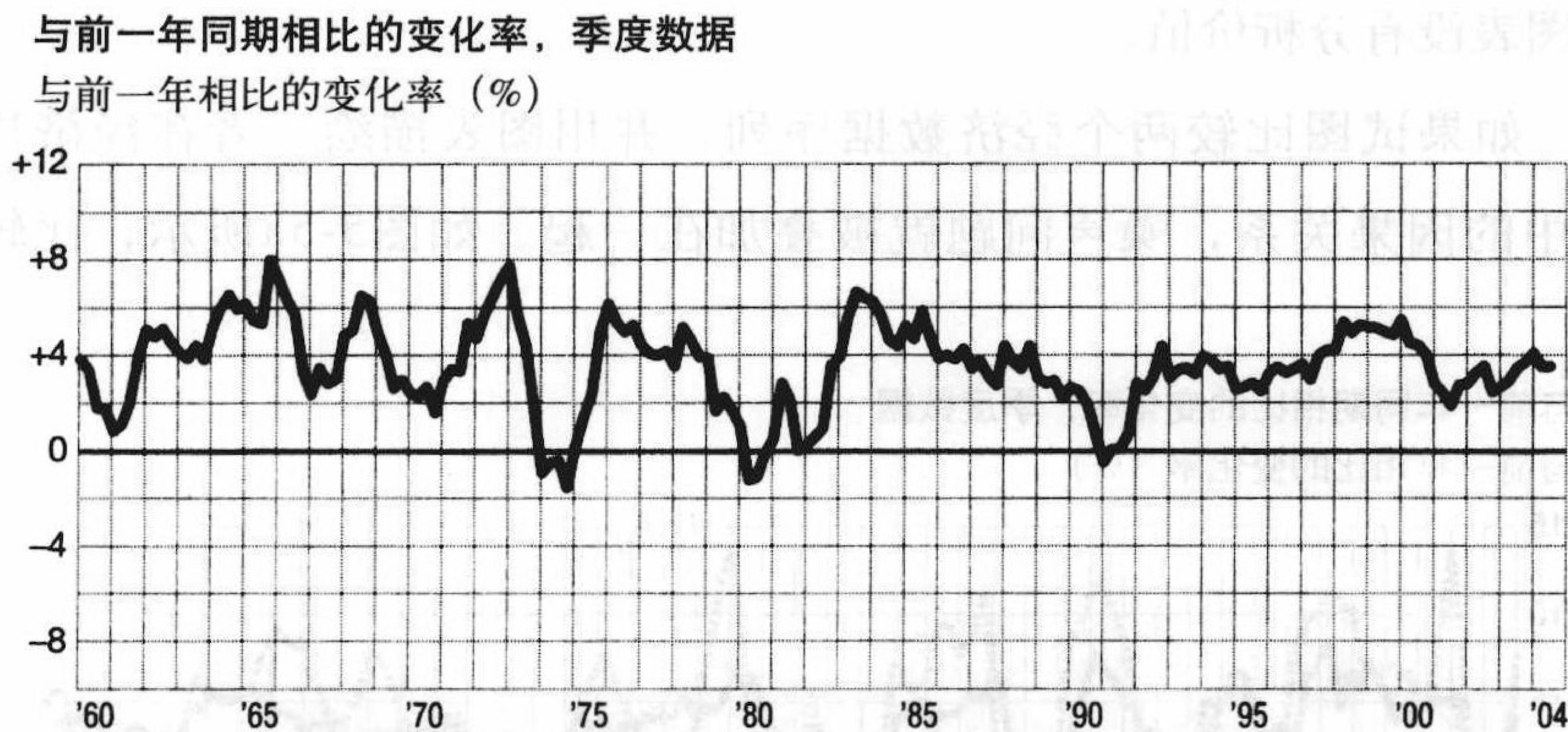
最后，也是最重要的，与阿珂姆衬衫店的数据一样，根据与前一个季度相比的衡量方法算出的变化率通常持续地上下起伏变动，频繁地急剧上升或下降，以至于人们不能识别宏观经济活动的基本趋势，因此，也就无法将该变化率与其他经济指标进行比较。

尽管如此，一些同行、企业和经济出版物经常使用与前一个季度相比的方法来测算经济数据变化率，并绘制成图表，而本书没有必要使用该方法。

5.4 简单的解决方案：使用与前一年相比的方法绘制图表的好处

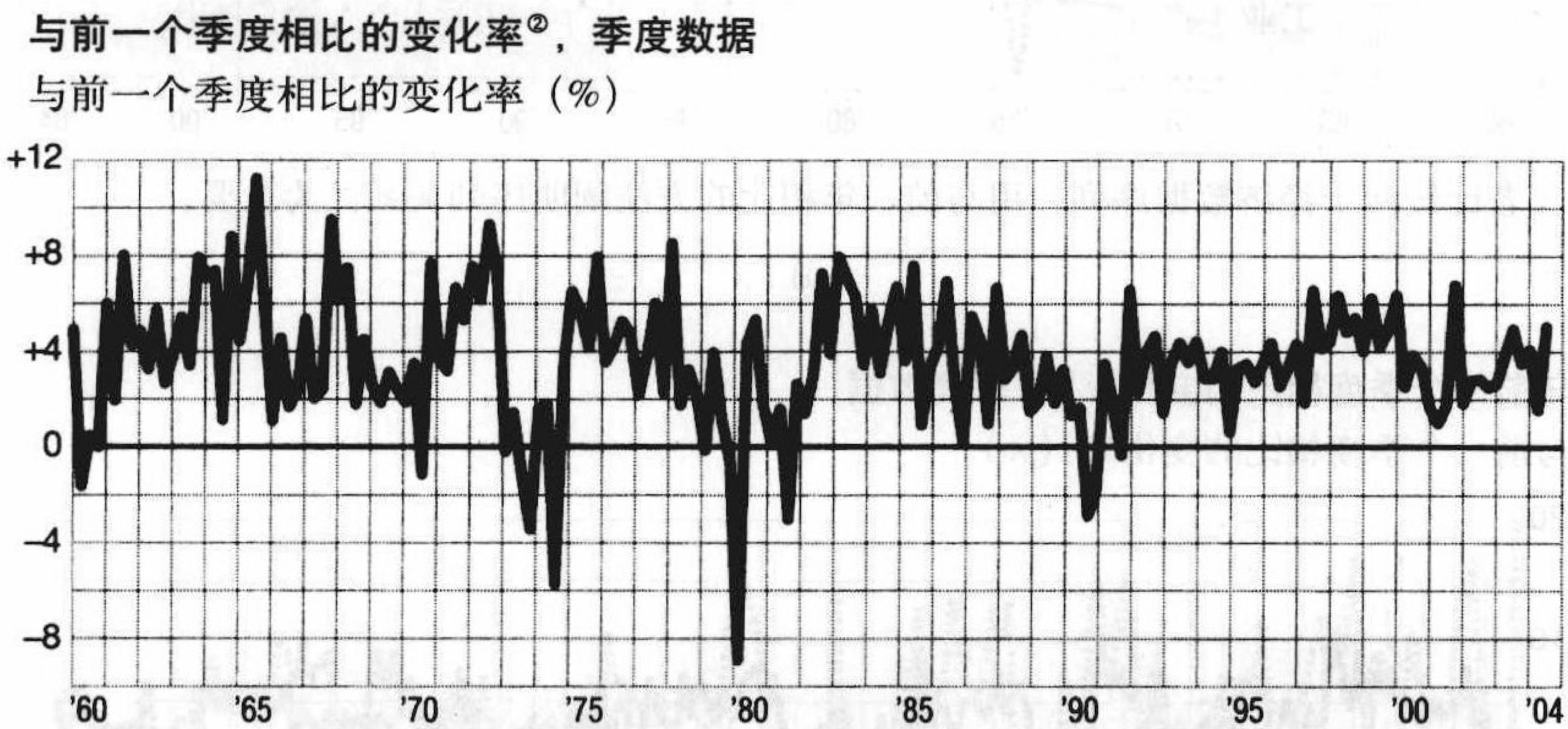
图5-4用两种方法绘制了实际个人消费支出，说明了使用与前一年相比的方法描绘长期经济趋势的明显优势。图5-4a按与前一年相比的方法测量了45年来实际消费支出的变化率，该图表明实际消费支出的增长率变化范围通常介于峰顶值6%～8%和谷底值-2%～2%之间。如

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



按与前一年相比的方法来绘制图表时，消费支出（以及其他经济数据）的周期性波动模式十分明晰。

a)



按与前一个季度相比的方法来绘制图表，经常引起数据过度波动和噪声出现，很难清楚地辨认基本趋势。

b)

图5-4 使用两种方法描绘实际①个人消费支出（PCE）

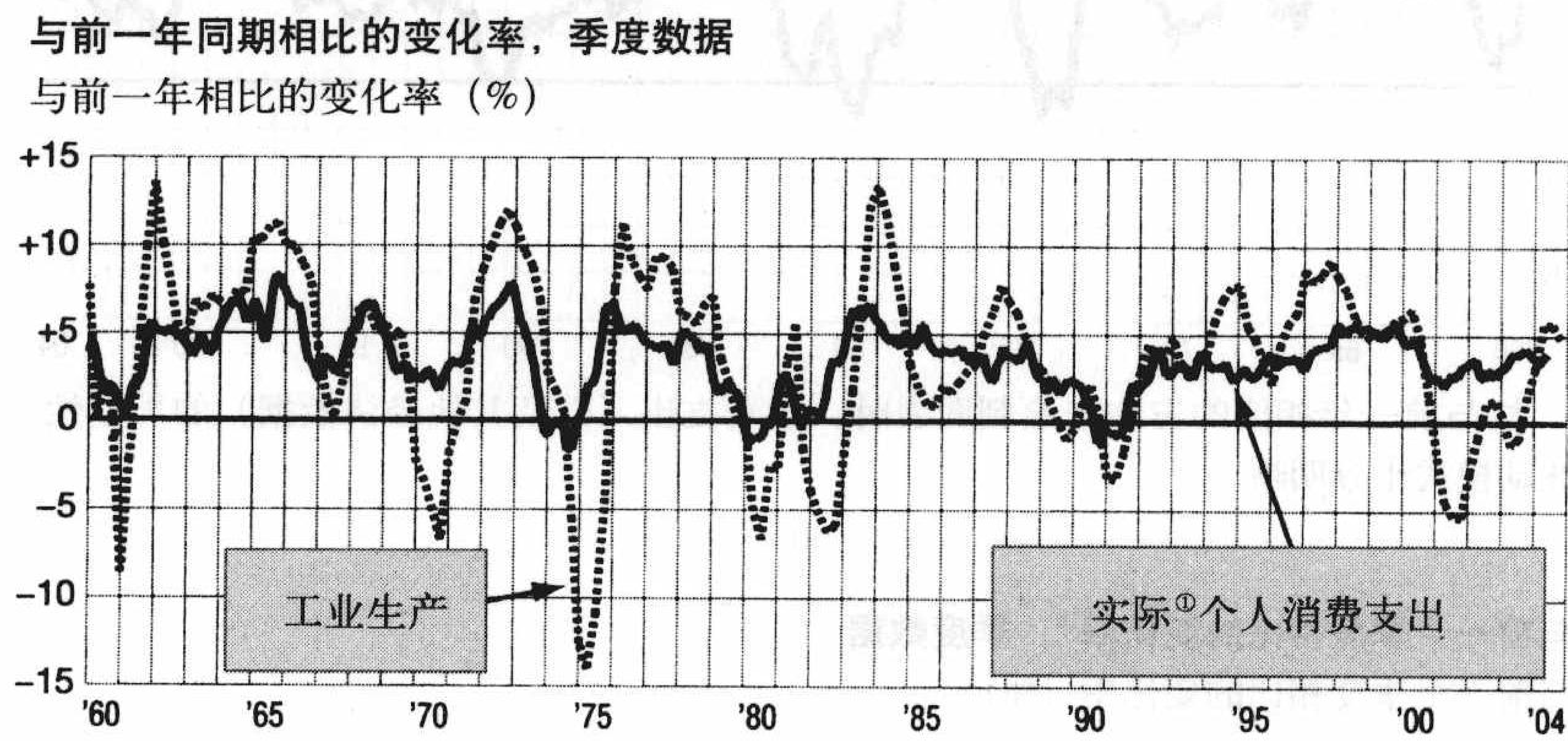
① 经过通货膨胀调整。
② 以年变化率进行了季节调整（SAAR）。
资料来源：Bureau of Economic Analysis.

果用与前一年相比的方法处理数据，图表就能显现出消费支出内在的周期性波动模式，这样，ROCET方法就有了新价值。相反，与前一个季度相比测算而得的结果（见图5-4b）表现出过度波动或噪声，这样

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

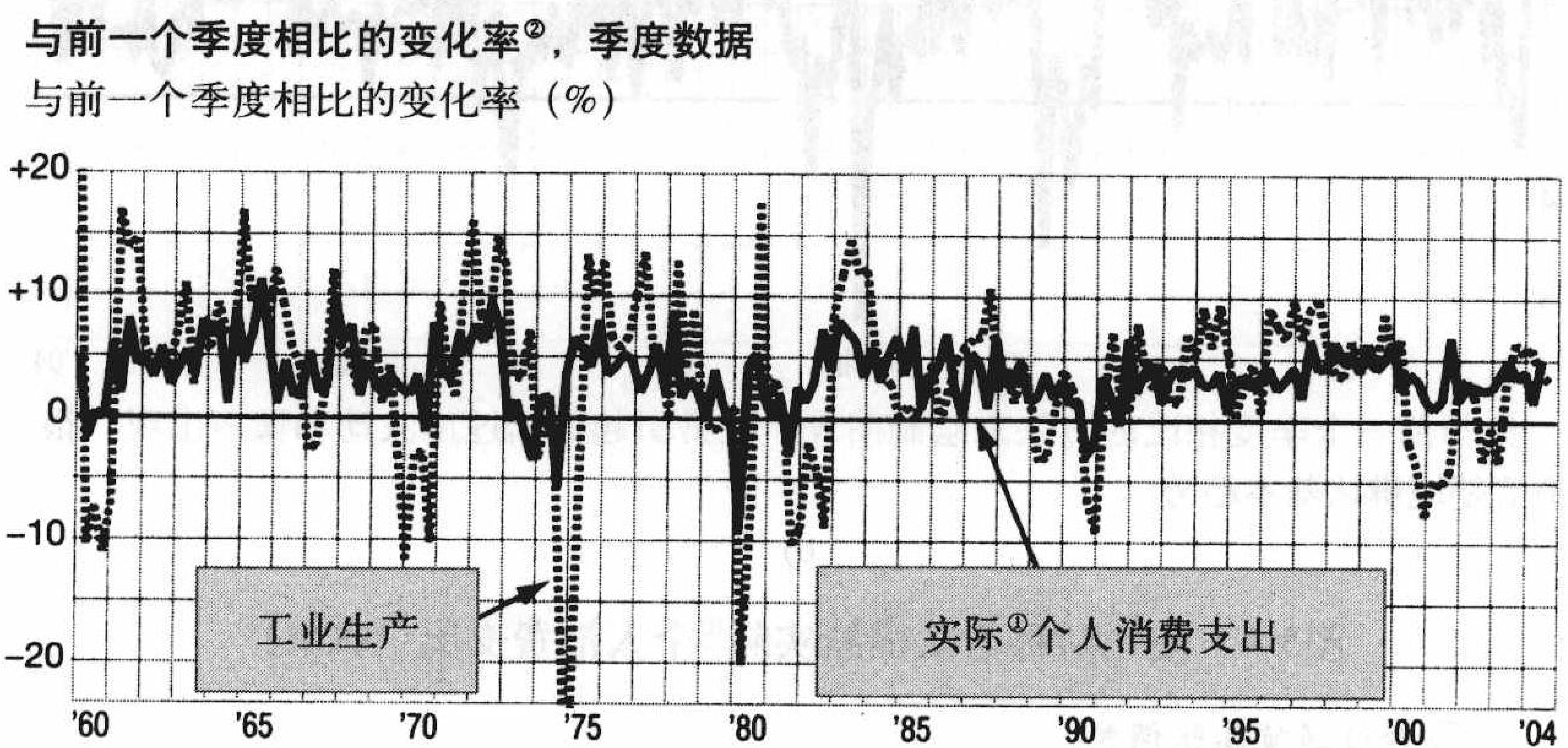
的图表没有分析价值。

如果试图比较两个经济数据序列，并用图表描绘二者在经济周期中的因果关系，噪声问题就被叠加在一起。如图5-5a所示，比较



若比较两个经济数据序列，用与前一年相比的方法阐明序列关系尤为重要。

a)



按与前一个季度相比的方法试着比较两个经济数据序列，所得图表不仅毫无用处，还会引起人们的困惑。

b)

图5-5 使用两种方法描绘实际①个人消费支出（PCE）和工业生产

① 经过通货膨胀调整。

② 以年变化率进行了季节调整（SAAR）。

资料来源：PEC来自Bureau of Economic Analysis；工业生产来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1960～2005年间无数个经济周期中消费支出同比变化率和工业生产（即经济中所有制造业产出）同比变化率。从该图中可以看出，用与前一年相比的方法处理数据时，实际PCE小幅变化引起工业生产（企业的产品产出，第7章讨论该问题）大幅度波动。图5-5b使用相同数据比较了消费支出和工业生产，但是用与前一个季度相比的方法处理数据，并以年变化率进行了季节调整。在这种情况下，两个序列波动剧烈，导致人们无法识别二者的关系，从而不能有效运用（如图5-5a所示）显著的因果关系预测未来。毋庸置疑，图5-5说明了公布关键经济数据时普遍使用的与前一个季度相比的方法，为什么不能用来描绘经济数据序列的长期关系。

5.5 在图表中描绘原因和结果

出版物报道经济数据所存在的另一个问题是，通常只使用一项指标或一条曲线来绘制图表。例如，假设某商业出版物刊登一篇文章，评论私人研究机构大企业联合会（Conference Board）前一天发布的消费者信心指数，并使用图表追踪过去10年来该指数的月度数据。只要图表的使用者不想分析该指数、了解消费者信心的影响因素及其未来走势，这种做法就无可厚非。然而，消费者信心指数本身（正如其名称）暗示着消费者信心和消费支出之间存在某种可预测的关系，而人们能够利用这两个序列的历史变化来预测它们的发展趋势。因此，如果一位作者希望撰写一篇报道来评论近期消费者信心，他就应该提供追踪两个序列（消费者信心指数和消费支出）的图表，阐明二者间隐含的关系及其分析价值。除非有足够的证据表明，了解消费者信心指数有利于掌握消费支出的变化，否则我们为什么要关注近期关于该指数的报道呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那么，消费者信心指数是领先还是滞后于消费支出，抑或二者是同步的？（第9章讨论这个问题。）只有一条曲线的图表能够描绘原因或结果，但不能同时阐明原因和结果。在分析上，只有一条曲线的图表所能说明的问题有点类似于如下表述：“天然气价格比去年上涨了80%……”或者“……因此，我自驾车的时间比去年减少20%。”这种图表没有将两种观点联系起来，说明二者的因果关系。

根据上述分析，我们在绘制图表时应该遵循两条基本原则，最大限度地利用图表说明经济中的原因和结果，进而提高理解经济周期及各指标变化的先后顺序、预测未来经济走势的能力。

- 使用与前一年相比的方法衡量变化率并绘制图表，避免用与前一个季度相比的方法，后者会造成数据频繁波动并掩盖趋势。
- 尽可能地在每张图中绘制两条曲线：一条代表原因，另一条代表结果。

下面介绍几条常用原则，以便增强图表的可读性。

- 如果有必要，应该使与前一年相比的月度数据滚动“滞后3个月”（每个月计算增长率时，应测算近3个月比前一年同期的增长率），而不是只计算1个月的数据。这种处理方法能减少多余的噪声，使图表更能说明问题。
- 如果两个序列的**波幅**（变化程度）差异很大，绘制图表时要使用两个刻度，一个序列用右边刻度表示，另一个用左边刻度表示。这样，就能更好地比较两条曲线。
- 根据纵轴刻度画出水平网格线，这样做有助于读取变化率，而根据横轴刻度画出垂直网格线，使每个时期一目了然。请注意，使用浅灰色的网格线能够在视觉上突出图中的数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据序列。

- 给横轴留下足够空间，以便描绘几十年、多个经济周期的数据。然而，很多出版物倾向于将图表压缩在半页以内，甚至是只有3英寸的一栏中，经济学家需要分析时间跨度为几十年、包含多个经济周期的图表，而出版物的这种做法妨碍了他们充分表达其分析结果，也妨碍了读者获取信息，使读者不能根据图表有效地观察和分析40年或更多年份（包括7年或8年经济周期）中的序列关系。

第二部分阐述了美国现实经济中各因果关系如何相互作用。在论述这部分内容之前，本部分还有最后一项内容需要讨论：即理解领先指标和滞后指标在典型经济周期中有何关联。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 6 章

领先指标的性质

前文讨论了记录和监测关键经济数据序列的简单方法，接下来，分析领先指标（leading indicator）和滞后指标（lagging indicator）的一些基本性质及其相互关系。整个分析过程大部分凭借直觉，但是重视细节差异也至关重要。

在年复一年的反复循环中，若一个经济序列（序列A）与前一年相比的变化率在上升和下降两个趋势上始终领先于另一个经济序列（序列B）的同比变化率，那么一般可以认定序列A与序列B有因果关系。[1] 这表明我们可以运用序列A的上升或下降成功地预测序列B的变化。

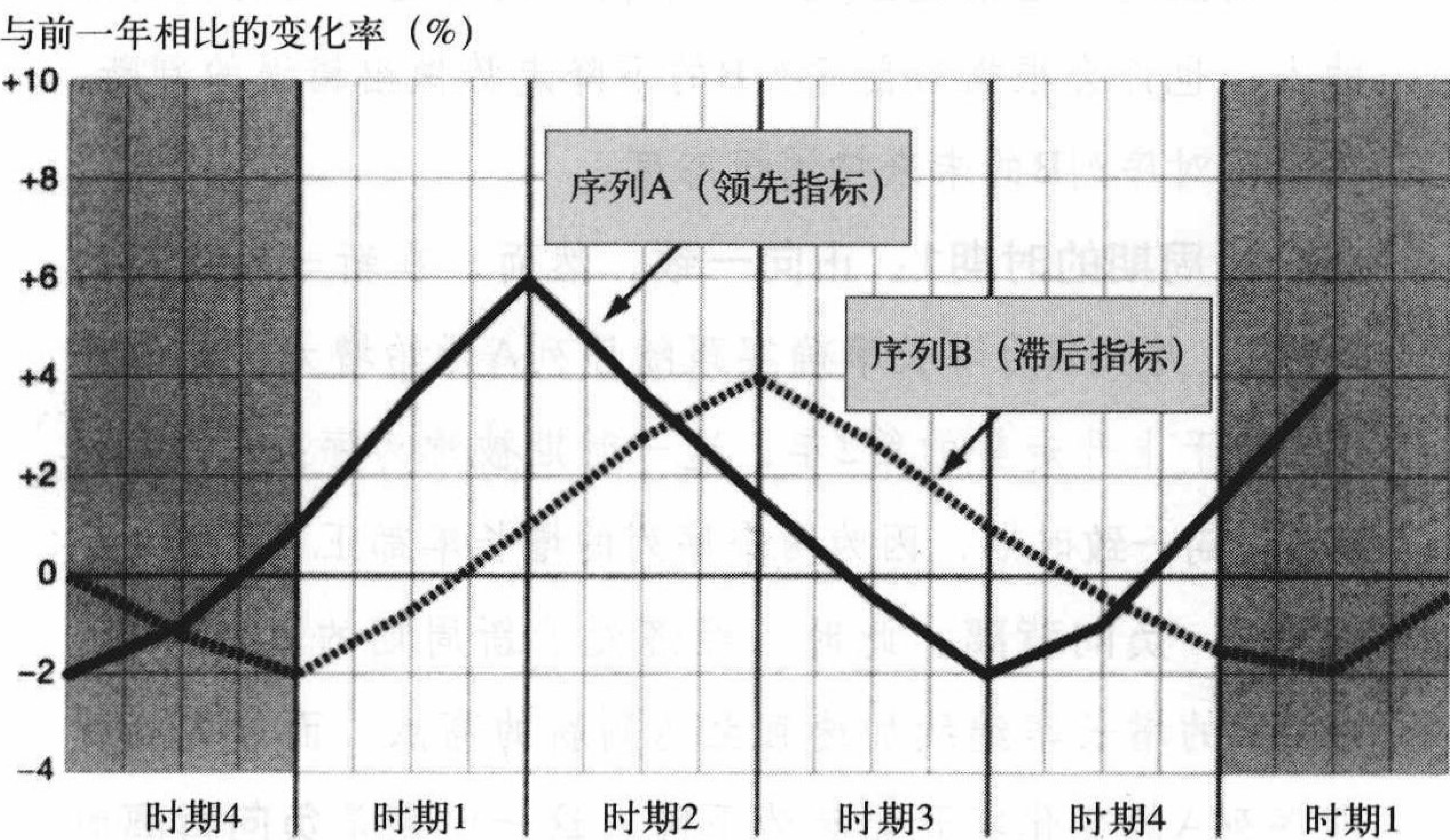
若序列A领先序列B的时间为6个月，序列A在经历漫长的下降走势后可能改变方向，转而上升，但是序列B在接下来的6个月将继续下降。换言之，领先指标序列A**在拐点**以不同于序列B的方向向前发展，并预测了经济数据序列B的未来走势，这点是不言自明的，但大部分人并不能根据直觉判断出这个结果。平心而论，大多数人都希望利用序列B当前的趋势外推出其未来走势。然而，如果人们能掌握领先与滞后指标

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相互关系的内在模式，就可以越过凭感觉预测的障碍，学会理性地运用序列A（使用正确绘图方法的前提下），成功地预测序列B的拐点。

6.1 领先指标的周期

通过观察两个假想的经济数据序列，序列A（**领先指标**）和序列B（**滞后指标**），我们能更好地理解领先和滞后指标之间内在的关系模式（见图6-1），两个序列在一个典型的周期内经历了4个阶段。



特征

正向背离	正向一致	负向背离	负向一致	正向背离	正向一致
滞后序列逼近谷底时，领先指标开始上升	滞后序列跟随领先指标开始上升，同时领先指标也在上升	滞后序列逼近峰顶时，领先指标开始下跌	滞后序列跟随领先指标开始下跌，同时领先指标也在下跌	滞后序列逼近谷底时，领先指标开始上升	滞后序列跟随领先指标开始上升，同时领先指标也在上升

对滞后指标的预测

	持续上升	走向逆转为下跌	持续下跌	走向逆转为上升	

图6-1 领先指标的性质

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- **前一轮周期的时期4：正向背离。**当目标序列即序列B的增长率还在逼近最低点时，序列A的变化率已经开始转为上升，这表明序列B的增长也将改变方向，在接下来的年份里跟随序列A上升。本例中，时期4被称为**正向背离**时期。在这一阶段，被预测的序列B的走向正好与序列A的上升走势相反，即为下跌。尽管当前序列B正在下跌，对两个序列间因果关系有研究的人，仍然会对序列B的前景保持乐观，而且这种看法是正确的。然而，没有进行过类似研究的人，也许会根据当前序列B的下降走势做出错误的判断，据此，对序列B的未来持消极态度。
- **新一轮周期的时期1：正向一致。**然而，在新一轮周期的时期1，序列B的增长率确实跟随序列A开始增大，此时序列A处于上升走势的第2年，这一时期被称为序列A和序列B的**正向一致**时期，因为两个序列的增长率都正在增大。
- **时期2：负向背离。**此时，经济处于新周期的景气阶段，序列B的增长率继续加速直至达到新的高点，而领先指标即序列A的变化率开始转为下降。这一时期是**负向背离**时期，对于掌握序列A和序列B之间领先和滞后关系的人来说，这是一个信号，使得他们对序列B的未来发展态势持谨慎态度。这时，缺乏经验的普通人却因当前序列B的强势仍然对其前景保持乐观。
- **时期3：负向一致。**在这一时期，序列B的增长率必然尾随序列A在上期的领先走势，转为下跌。通常，对商业人士和投资者来说，此时采取补救措施已经为时已晚，不管序列B是代表宏观经济指标（实际GDP），还是指某一具体经济组成部分（如资本支出）或股票市场，这些人已经遭受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了经济滑坡带来的负面影响。

- **时期4：正向背离。**现在，经济又回到整个周期的最后阶段，序列A的增长率开始增大，而序列B的变化率继续减小。当周围的人对经济前景感到绝望时，运用图表分析过序列A和序列B的历史关系的人，开始对序列B的未来走势表现出乐观态度。

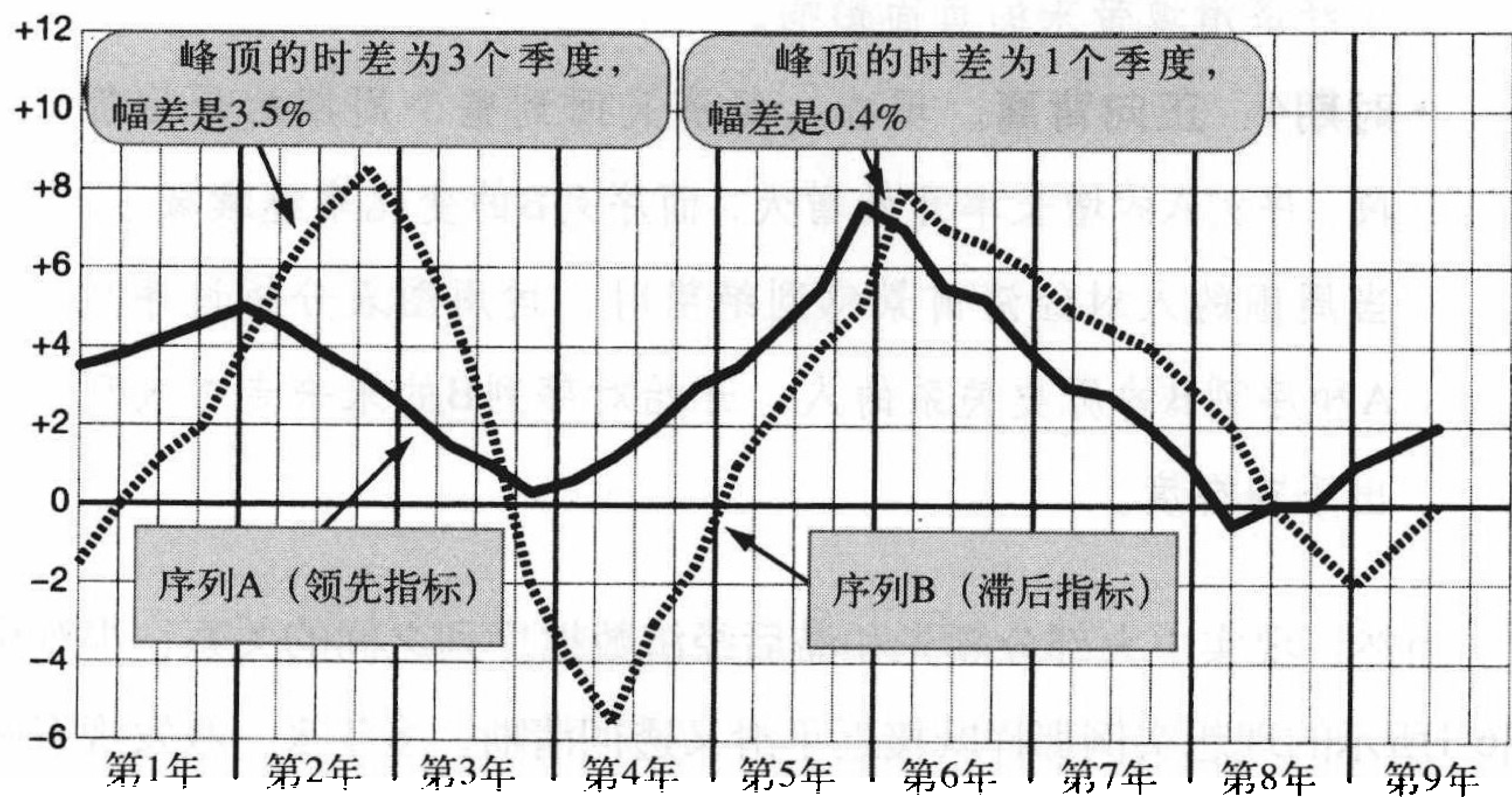
当然，现实中大部分领先和滞后经济数据序列之间的关系，很难像图6-1所示的理想实例那样既接近平滑又透彻清晰。多年来，我发现有两种特殊的现象极具欺骗性，这两种现象甚至迷惑了经验丰富的观察者。

6.2 现象一：峰顶和谷底的变动

第一个陷阱是，序列A和序列B分别到达峰顶或谷底时，二者的时差随周期不同而存在较大差异，它们在峰顶或谷底的变化率之差也因周期不同而不同。

下面考察图6-2中的假想例子。在第一轮周期，序列A的增长率在第2年达到高点，并且比序列B提前3个季度开始下跌。在第二轮周期，两个序列峰顶之间的时差（在第5年末）大大缩短，只有1个季度。类似地，在第一轮周期，序列A的增长率在5%时达到峰值，而序列B以超过8%的增长率达到峰值，这比序列A的增长率高得多。而在第二轮周期，序列A的峰值有所提高，达到7.6%，序列B的峰值略高于8%。在两轮周期中，两序列到达峰顶和谷底时，增长率的时差和幅差都存在明显差异，因此，计算机分析结果可能认为两序列间不存在可预测的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



该图画出了假想的序列A和序列B，表明二者的时差和幅差随周期不同而变化：(1) 在不同周期中，序列A和序列B到达峰顶和谷底时的时差不同；(2) 幅差也随周期不同而变化。尽管存在这些差异，每次序列A的拐点都领先于序列B的拐点而出现，因而序列A是序列B的有效领先指标。在对领先指标的识别上，数量（波幅或时差的变化）远不如不同周期中一致的先后顺序重要。

图6-2 领先和滞后指标之间的时差和幅差不断发生变化

然而，**根据峰顶和谷底出现的顺序**，图表分析可以得出不同的、更有价值的结论。不论是在峰顶还是谷底，序列A的增长率在两轮周期中都领先于序列B转变走向，然后序列B跟着转变。因此，如果二者的历史关系可以用于指导预测，我们就能用序列A在未来的拐点预测序列B的拐点。尽管两个序列在峰顶和谷底的时差和幅差随周期不同而各不相同，但对于预测人员来说，更重要的是，序列A的变化能够提前说明序列B在未来的走向变化。如果一个序列始终领先于另一个序列，人们就能够放心地利用这种关系来进行经济预测，这是经济中存在的一个重要现象，也是应该被掌握的。

下面用气压的例子来类比说明这种现象。气压计测出气压下降，这几乎总能准确无误地说明恶劣天气即将来临，气压下降的速度和幅度不可能确切地说明何时下雨或降水量是多少。然而重要的是，气压不断下降预示着坏天气即将到来。对气象观测员来说，观测到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

气压下降后对天气变化有所准备，这才是至关重要的，他们无须过多地知道暴风雨来临的确切时间。类似地，序列B是在3个月还是1年后下降，这无关紧要，重要的是，经济数据的观察者在观察到序列A达到高点并转而下降后，就不应该对序列B的前景保持乐观，在序列B开始下降之前应该一直保持悲观，如果这样的话，他们一定受益匪浅。

第三部分将说明，某些领先指标在1999年就清楚地预示着消费支出即将出现下滑，而与以往相比，消费支出更是及早地为2000～2002年经济滑坡带来的损失提出了预警。即使这次消费支出下滑所预示的信息比正常情况出现得更早，但与正常情况一样，企业和投资者只要注意到这项指标的变化，并采取相应措施以减少风险暴露，就能避免未来可能的损失，尽管经济和股票市场在1999年和2000年初仍然在上升。遗憾的是，很少有企业和投资者这样做。需要强调的是，在投资领域，一些指标尤其能提前预示即将到来的经济滑坡。依据这些指标进行投资决策的投资者，能够获得丰厚的回报，即便这意味着在股票市场还未到达峰顶时就要抛售股票，从而损失了在高点时抛出所带来的边际收益。

6.3 现象二：鸡生蛋还是蛋生鸡

经济因果关系分析的第二个陷阱是，多数经济因果关系具有循环性（circular）。所谓“循环性”是指，序列A驱动序列B是主要的，但序列B也影响着序列A，这种关系有点类似于耳熟能详的“鸡生蛋还是蛋生鸡”问题。

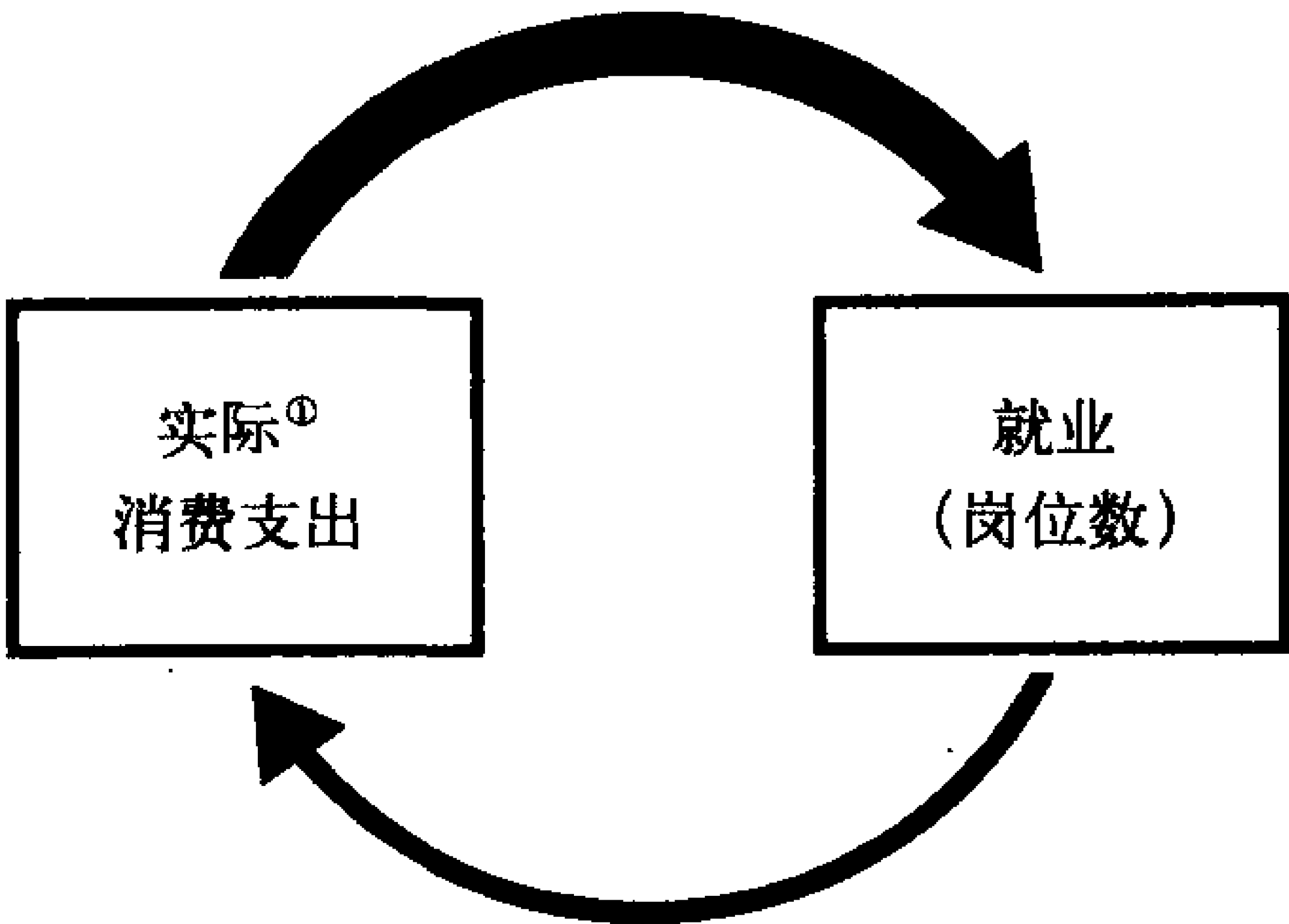
下面以消费支出和就业之间的关系为例来说明这个问题，二者的关系如图2-1“经济周期时间表”所示。众所周知，就业（岗位数）及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其创造的收入是决定消费者消费能力的关键因素，而消费支出（约占GDP的2/3）又依次驱动工业生产和服务、资本支出等决定就业的基本因素，并引起这些经济组成部分的需求发生周期性波动。

问题是哪些经济组成部分领先变化，哪些滞后？从经济周期的角度看，消费支出对就业的驱动强于就业对消费支出的驱动。第11章将说明，消费支出同比增长率在上升、下降和拐点上都领先于就业而变化，并导致就业在6～12个月后出现类似趋势。

我向我的儿子、哲学教授乔纳森，描述了这种具有循环性的不对称因果关系，乔纳森发挥了哲学教授所具备的智慧和能力，将这个现象描述为**非对称循环因果关系**（asymmetrical circular causality）。图6-3说明了这种因果关系，其中箭头的粗细代表因果关系的强弱。



箭头粗细代表因果关系的强弱。

图6-3 非对称循环因果关系

① 经过通货膨胀调整。

为什么掌握主要的和次要的循环因果关系很重要？首先，识别**主要**因果关系（消费支出驱动就业）有助于预测人员进行经济预测时，集中精力考察各经济组成部分因果关系的时间表正确与否以及这些关系是否可预测。其次，预测人员不至于利用滞后序列（本例中的就业）来预测经济走势，这样做的风险太大，事实上，滞后序列往往是随经济形势变化而**最后**变化的经济指标。

非对称循环因果关系描述了本书涉及的许多经济指标的关系。例如，资本支出（用于建筑物、新厂房和设备的支出）在经济周期中**总是**跟随消费支出变化。有不少预测人员根据资本支出及其对应的岗位数来预测消费支出，他们错误地把资本支出作为预示未来经济强劲增长的一个信号，从而不能及时地察觉到经济滑坡。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

另一个有趣的实例涉及分析消费支出和股票市场关系时遇到的难题。通常，人们依据股票市场的强势或弱势（以及大家熟知的“财富效应”）来预测消费支出和宏观经济是否继续走强，这种观点经常误导人们。正相反，这里的主要因果关系是，消费支出增长率上升或下降驱动了经济繁荣或衰退，进而导致股票市场强势和弱势。如果我们正确预测消费支出，就提高了正确预测股票市场的概率，但是，正确预测股票市场不可能增强正确预测消费支出的可能性。

未能正确理解经济指标间的循环因果关系会导致人们犯错误，而避免这类错误的唯一方法是掌握“哪个序列是领先序列”。要做到这一点最好像本书这样，用图表描绘各序列的历史因果关系，并进行实证研究。各种商业和投资杂志经常刊登一些没有经过验证的不准确经济评论，而我们只有用上述方法进行实证研究，利用反复出现的历史因果关系，了解各序列变化的前因后果，才能不受那些没有根据的经济评论的影响。

本书用大量篇幅论述了以下内容：两个序列被放入时间跨度为40年或更久的图表中加以考察，以确定二者是否具有因果关系，并用与前一年相比的方法追踪它们，如果二者存在明显的因果关系，事实证明，这种关系在不同周期中会重复出现，这样，我们就能放心地用这种关系确定当前经济在周期中的位置，进而提高预测未来经济前景的能力。

6.4 是相关关系还是因果关系：由常理决定

显然，我们必须有可靠的推理依据，才能在经济因果关系图表的基础上进行预测，即某经济数据序列变化会引起另一个序列变化，且后者是可预测的。例如，一个国家的耐用品和非耐用品的零售销售会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导致该国制造业产出出现增加或减少趋势吗？一国债务增加的确会引起利率上升吗？

从根本上讲，因果关系图表以及序列的可预测性必须满足两个重要条件：

- 待检验的因果关系符合常理。
- 用图表描绘的两个序列间一定存在显著的领先与滞后关系。

这里也遇到了长期困扰其他学者的一个难题：相关关系在多大程度上是因果关系。一个数据序列领先于另一个序列，或二者间有密切的相关关系，仅凭这一事实未必能说明前者是后者的原因。一种荒谬的观点（奇怪的是这种观点还很盛行）认为，每当国家橄榄球联合会冠军赢得超级杯（Super Bowl）奖杯时，股票市场就上涨。即使这两个事件是完全同步的，也没有理由认为，国家橄榄球联合会冠军赢得超级杯奖杯决定了股票市场的走势，这种观点违背了第一个条件。[2] 不论是科学家，还是哲学家，这些卓越的思想家经常使用类似的例子来反驳相关关系就意味着因果关系这一命题，并提出了检验因果关系的标准。当然，在科学领域，尤其是在严谨的学科中，这些标准是不可或缺的。但是，在经济预测中，需要注意的是，我们不应该因搜集检验因果关系的证据而过多地分散了精力，从而妨碍使用逻辑推理确定因果关系，而这种推理不仅满足上述两个条件而且更简便。例如，根据常理推断，消费支出适度上升和下降会引起工业生产大幅度波动，随后又发现，图表也证实了这一推论（见图5-5），我们就能进行下一步工作，利用这种关系进行预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6.5 图表中的证据

下一章开始阐述第二部分的内容时，先探讨经济中真实的因果关系如何在多轮经济周期中保持一致，而人们又如何能根据这一性质，利用本章讨论的方法进行预测。大多数情况下，本书会从常理角度描述各经济序列间为什么存在因果关系，虽然这种关系有待进一步检验。同时利用图表阐释一个假想的实例，说明在典型经济周期中这种因果关系有何变化。接下来，还会用整页的图表分析1960～2004年间的真实数据（如果缺少1960年的数据，就采用以后年份的数据）。

本书中那些整页的图表，其时间跨度为1960～2004年，超过了40年，是经过充分验证、过去一直存在的各种关系的经验证据，读者可以放心地用于预测未来。这是本书区别于其他书的一个特色，其他书着重论述经济运行及其参与者如何相互作用等相关理论，却没有提供历史数据作为经验证据，使人们确信理论的正确性，并将其运用到实践中来预测未来。而本书的这些图表有助于人们依照自己的直观判断来决定这些图能否为己所用。

因此，接下来的章节将从概念和方法的阐述，转而分析整页图表所提供的证据，这个分析过程会更难一些，要求也更高。但对读者而言，图表中的证据以及分析结论是有价值的，也值得花时间和精力来研究。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

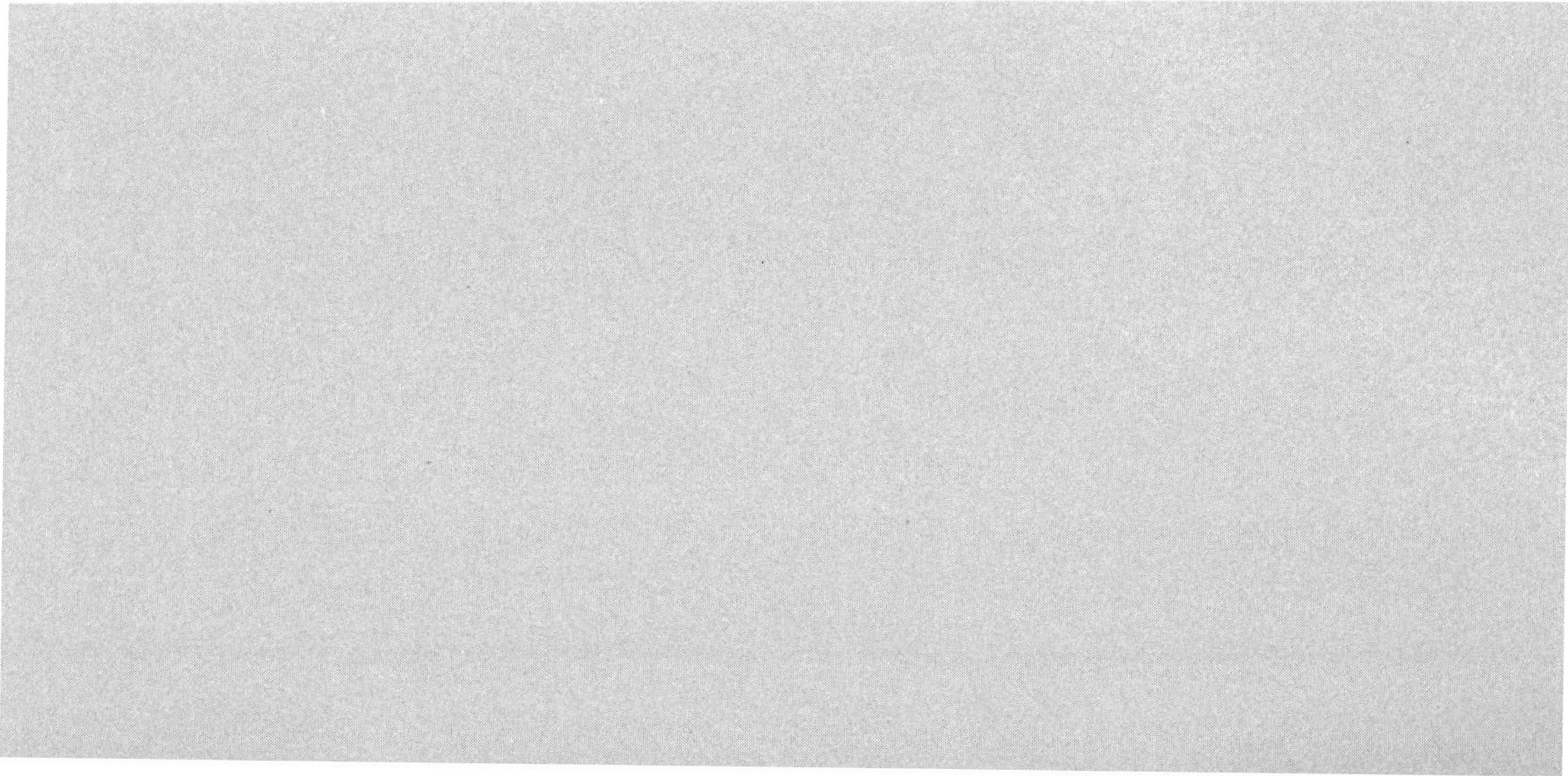
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AHEAD OF THE CURVE

第二部分

消费支出

经济和股票市场的基础



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 7 章

消费支出驱动经济需求链

第4～5章探讨了追踪和描绘经济数据的多数传统方法所存在的两大错误。

- 衰退的传统观点使预测家更关注经济的绝对增长和下降，而不是**增长率**。一直以来，这种衡量经济损失的错误方法导致企业和投资者总是不能及时地识别经济拐点。
- 传统的追踪和绘图方法无益于清晰地描述现实中存在的经济因果关系，尤其当人们普遍使用与前一个季度相比的方法时更是如此。如果绘制图表的方法得到改进，人们就能有效地运用这种因果关系，更专业地预测未来的经济周期。

前文的分析说明，使用与前一年相比的方法绘制图表，有助于更全面地把握经济状况，运用过去几十年中反复出现的因果关系来进行预测。接下来的内容将论述不断循环的经济周期中关键经济数据序列间反复出现、相互影响的因果关系。对时间跨度为几十年的多轮经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

周期进行观察时，这些因果关系相当有用。

第2章得出了一个重要结论，即消费支出是经济的基础以及其他主要经济组成部分的关键驱动因素，说明了如何得到上述结论，并着重分析消费支出的上升和下降趋势，以及其他经济组成部分是否明显地跟随消费支出而变化。本章将继续讨论这个问题，如图7-1所示，根据常理，经济需求链的起点是消费支出，接下来是用于消费的产品和服务的生产，然后才是生产所需的办公楼、厂房和设备的支出。

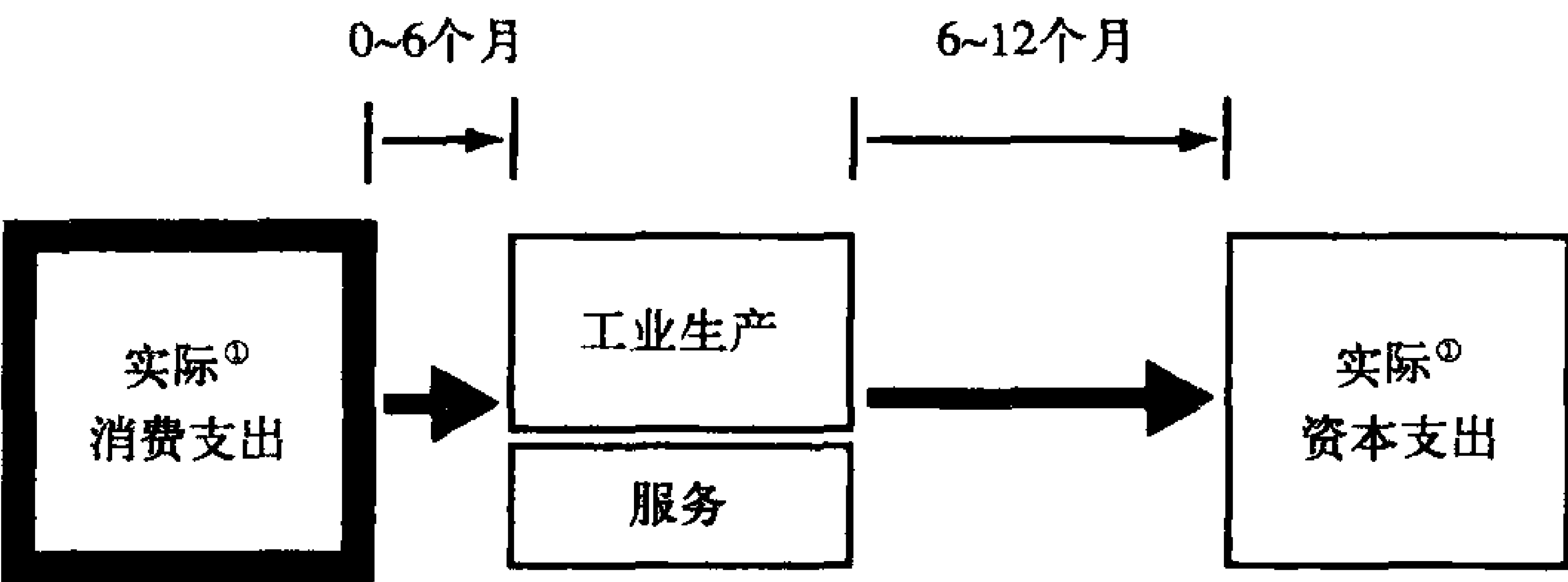


图7-1 时间表：经济需求链

① 经过通货膨胀调整。

7.1 工业生产和库存效应

即使是最不专业的经济观察者，凭直觉也能发现，用在产品和服务上的消费支出的增加和减少会驱动这些产品和服务的产出周期性变化，而且与之相比，产出周期的易变性更大。需求维持平稳一段时间之后，消费支出增加，比如，消费者在阿珂姆衬衫店中的衬衫购买量比前一年同期增长了5%，此时，商店的订货量必须比前一年增加8%或10%，以维持足够多的库存来满足增加的新需求。[1]

显然，消费支出增加时，零售商、分销商和制造商各自必须增加库存来满足需求的增长，这不可避免地导致了衬衫工厂的产量增长超过10%，以满足零售店的消费需求，同时还要满足工厂和商店间各分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

销渠道的库存需求。相反，当阿珂姆衬衫店的销售不再增长甚至下降时，商店将停止订货并使库存保持在原有水平。类似地，销售增长放缓时，所有零售商和分销商减少向供应商订货，清理库存，因而制造商大幅度减少产量，导致与前一年相比衬衫产出减少。

这里的关键是，由于零售商、分销商和工厂分销渠道等的库存，在消费支出增长强劲时增加，而在消费支出增长放缓时萎缩，所以在整个系统中作为供应方的工业生产波动幅度远远超过了位于最前端的消费支出变化。[2]

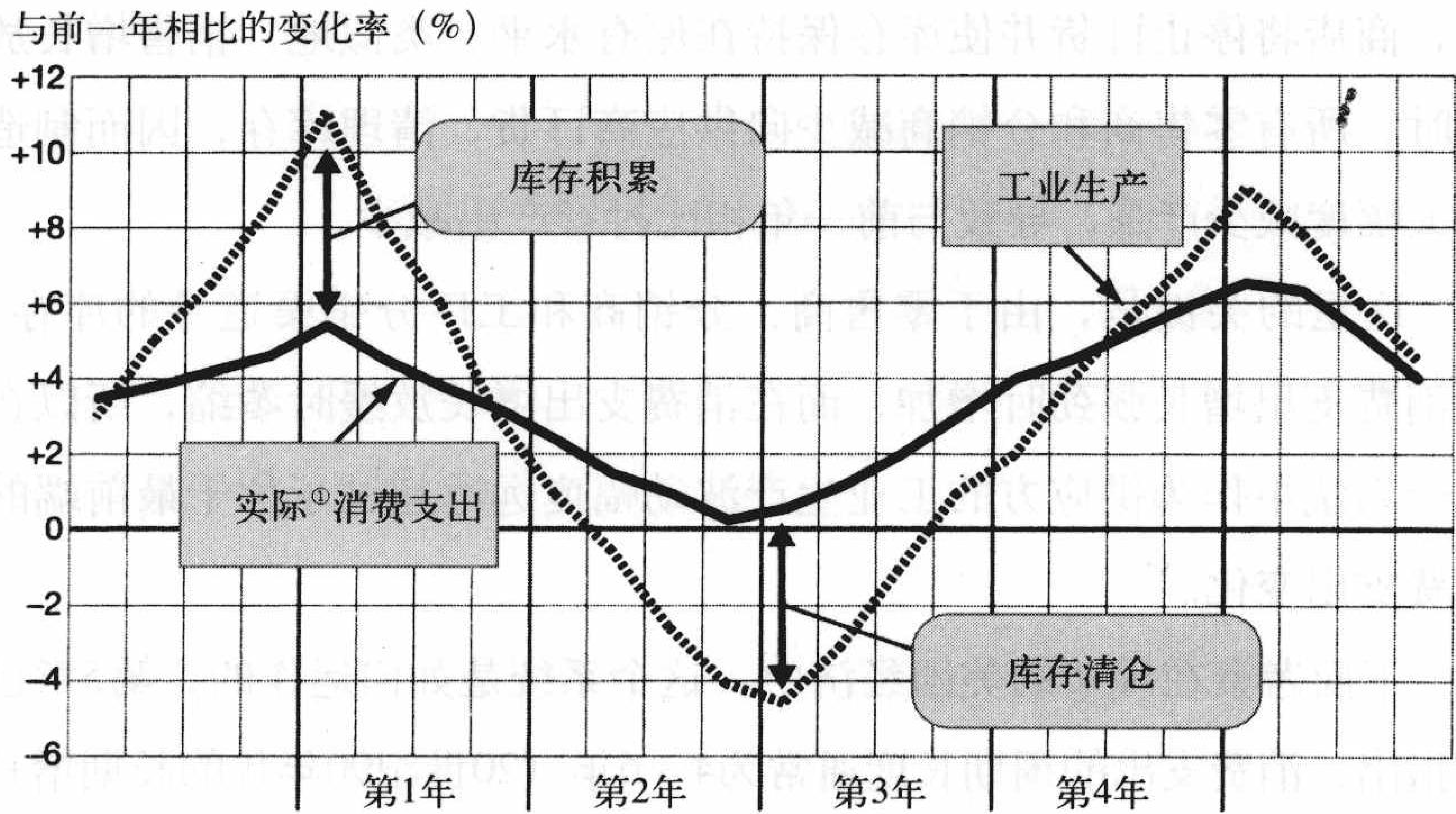
下面考察在现实的美国经济中，这个系统是如何运作的。第5章已经指出，消费支出的周期长度通常为4～6年（20世纪90年代的长期增长显然是个例外）。在典型的消费支出周期中，实际个人消费支出（PCE）增长率（按与前一年相比的增长率测算）的峰值通常为5%～7%，然后增长率下降到0左右，接着再回升到下一轮周期的峰值5%～7%。[3]

图7-2是持续4年的假想周期，其中实际PCE同比增长率（虚线）在第1年的第1季度达到峰值5%～6%，在第2年的第4季度下降到接近于0，在第4年底回升到新一轮周期的峰值，略高于6%。但是消费支出上升和下降伴随着库存积累和清仓的周期性变化，所以工业生产出现较大幅度的波动，工业生产同比增长率的波动范围从峰值的8%～10%以上，下降到谷底的－4%或更低。

图7-2是一个较好的例子，但在现实的美国经济中，情况又如何呢？图7-3追踪了1960～2004年间，40多年来实际消费支出和工业生产的同比增长率。从该图可以清楚地看出，在过去40年中，几乎每次实际消费支出上升都导致工业生产更大幅度的上升，实际PCE（实线）的同比增长率上升到5%～8%时，工业生产（虚线）同比增长率升至8%～10%以上。相反，1960～2005年间的大多数经济周期中，实际PCE同比增长率下降到3%～4%时，相应地，工业生产同比增长率通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常下降到－5%甚至更多，并达到谷底。



产品库存随着实际①消费支出（实线）的加速而迅速变化。因此，工业生产（虚线）增长几乎与消费支出在时间上保持一致，但是前者的变化幅度更大。

相反，消费支出平稳地减速时，大部分情况下库存清仓导致工业生产大幅度下降，下降幅度通常使预测人员感到出乎意料。

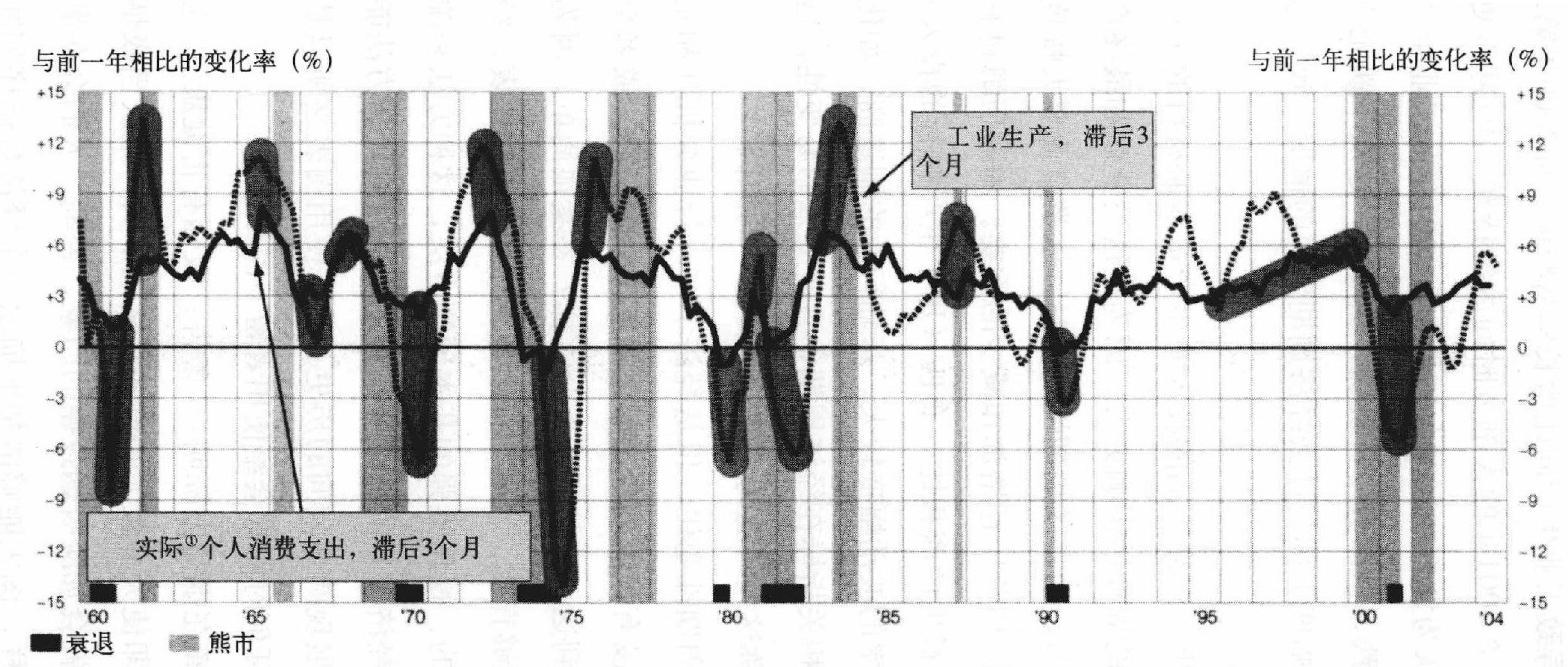
图7-2 典型周期：消费支出、工业生产和库存的易变性效应

① 经过通货膨胀调整。

图7-3是本书提出的第一张经济因果关系图。读者应该一直关注并掌握这种重要关系所表现出的长期一致性，从而提高预测能力。为什么说这种因果关系很重要呢？对于一位制造商或是持有制造商股份的投资者，这样一张图表是必不可少的，人们借助图表可以分析出，若实际消费支出增长减缓2～4个百分点甚至更多，公司销售可能下降8～10个百分点甚至更多。

在许多经济评论员眼中，2000～2002年经济滑坡不过是人们常说的“这次不同于以往”的诸多情况中的一例，他们认为这次滑坡是由特殊因素引起的。当时，网络和技术神话破灭，与此相关的利益也随之消失。然而，图7-3清楚地表明，消费支出（实际PCE）同比增长率在1999年和2000年第1季度从其峰值（超过5%）开始下滑，到2001年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于分销商和工厂分销渠道的库存积累和萎缩，消费支出的适度周期性波动会引起工业生产（如本图中椭圆形阴影所示）的大幅度变动。工业生产通常因零售店消费需求的变化而快速变动，因此，工业生产的周期通常与消费支出一致，但是前者稍微滞后。

需要注意的是，无论人们如何声称“这次不同于以往”，但自1960年以来，包括2000～2002年的经济滑坡在内，消费支出与工业生产周期性变化的时差和幅差在不同经济周期中明显存在相似性。

图7-3 实际①消费支出（PCE）和工业生产：库存周期的易变性效应

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；工业生产来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1季度还不足3%，这导致工业生产同比增长率从峰值，即2000年第2季度的6.5%陡然下跌，在2001年的大部分时间内维持在－4%甚至更低。[4] 虽然很多观察者认为发生在2000年下半年和2001年的工业生产增长骤减是一次异常下跌，但图表分析说明，实际上，这次下跌无论在剧烈程度还是在下跌幅度上都与过去经济周期出现的情况一致，这是一个十分有用的结论。

为中间产品（作为生产最终产品的投入）生产基本原材料的生产商，受库存增加和减少的周期性影响更大，因为在这类企业和最终产品之间存在更多中间环节，当需求周期性变化时，这类企业要大幅度地调整产出，来满足不同环节库存增加和减少的需要。用阿珂姆衬衫店的例子来说明，与衬衫生产商相比，布匹（用于生产衬衫的投入）生产商的销售同比增长率的波动幅度较大。基础行业的制造商，如化工、造纸和钢铁等，其相关指标在经济周期中具有更强的易变性，这也是经济学家和投资者称这些行业为“周期性行业”的原因。

尽管产出反复出现周期性变化，但是经济学家、行业分析师和制造企业的经理几乎从来没有预测到产出的大幅度上升或下降，或者至少在波动发生后才注意到这一点。为什么会这样？答案很简单，因为他们没有像图7-3那样能够直观、清楚地描绘数据序列关系的图表，经济预测人员也没有直观的、操作性强的基本预测方法，这种方法来源于对图表中长期存在的经济关系的持续观察和运用。没有什么方法能够替代图表，来直观地展现两序列间的历史关系。使用图表之所以是直观的，是因为图表在任何时间都会给使用者留下深刻印象。

政府要求香烟生产商在烟盒上标明：“警告：吸烟有害健康。”之所以这样要求是因为，即使大多数人知道并承认该事实，每次当吸烟者看到烟盒时，这句话就会加深吸烟致癌的印象，否则，人们会在潜意识中忘记该事实。同样，图表能够清楚地描绘两个经济数据序列间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期存在的因果关系，如果经济预测人员每月看一次这样的图表，就能不断强化对这种关系的印象，并利用图表这种有益的工具，充满自信地预测未来经济走势。

图7-3清楚地表明了消费支出（实际PCE）和工业生产之间长期存在的因果关系，其中消费支出的周期为3～5年，波动较温和，而工业生产的周期性波动具有较强的易变性。该图也能用于描绘消费支出（及其组成部分）与具体制造部门产出之间的因果关系。第15章说明，制造业等行业中某具体部门的经理能够依据这些关系，预测本部门或公司的未来业务前景。这样，他们就不必依靠观察新增订单量是增加还是减少，来判断行业所处的经济环境是变好还是变坏了。

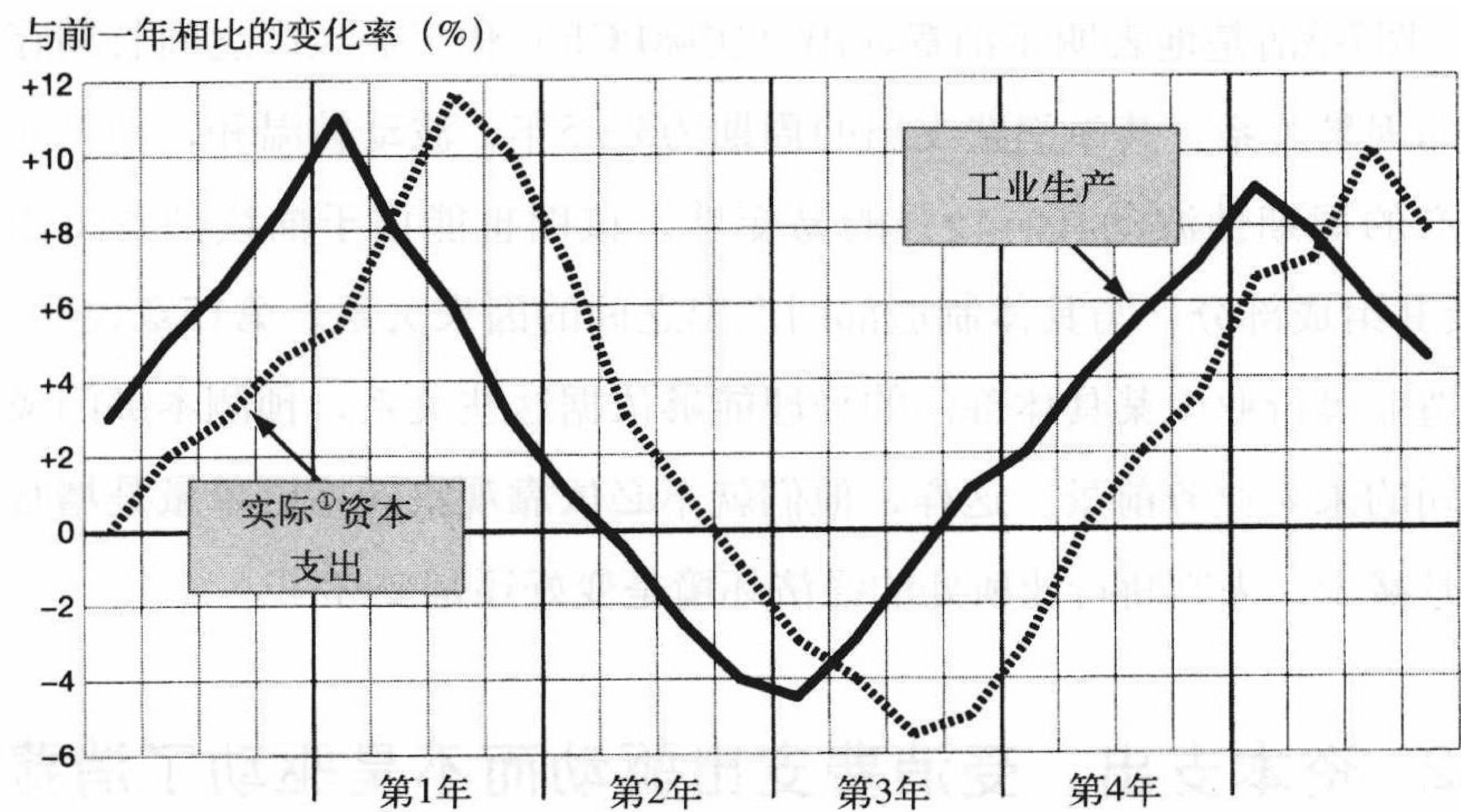
7.2 资本支出：受消费支出驱动而不是驱动了消费支出

资本支出主要包括制造商在厂房和设备上的支出，也包括零售商、分销商等向消费者出售产品的企业用在分销和其他加工设备上的支出。因此，从逻辑关系上说，资本支出与工业生产周期存在密切关系。用前文的衬衫例子进一步说明这种关系。经济繁荣期，衬衫产量连续几个季度增长10%，衬衫生产商一定会意识到需要额外扩大生产能力。[5] 这导致企业为满足订单要求而添置新的衬衫生产设备，甚至新建厂房。相反，衬衫需求不再增长或下降时，新厂房和设备的支出下降到接近0。理论上，生产能力未被充分利用时，企业完全没有必要扩大生产能力。因此，在以消费者为起点的经济需求循环链中，资本支出的杠杆风险暴露很高。

图7-4是描绘工业生产和资本支出关系的典型周期图，其中4年为一个周期。在大部分周期中，因为需要新建厂房和新添设备的经济部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

门，从接到订单到发货（或产品生产出来）之间有一段时差，所以资本支出同比增长率达到峰顶的时间比工业生产滞后2～4个季度，达到谷底的时差也大致相同。



随着工业生产（实线）和服务的需求强劲上升，制造商和服务供应商着手添置设备、新建工厂和办公楼，用于产品和服务的生产，从而带动了资本支出（虚线）的周期性变化。

资本支出变化通常滞后工业生产2～4个季度，因此资本支出是滞后的经济组成部分和指标，不能被用于预测宏观经济活动。

图7-4 典型周期：2～4个季度后资本支出跟随工业生产而上升或下降

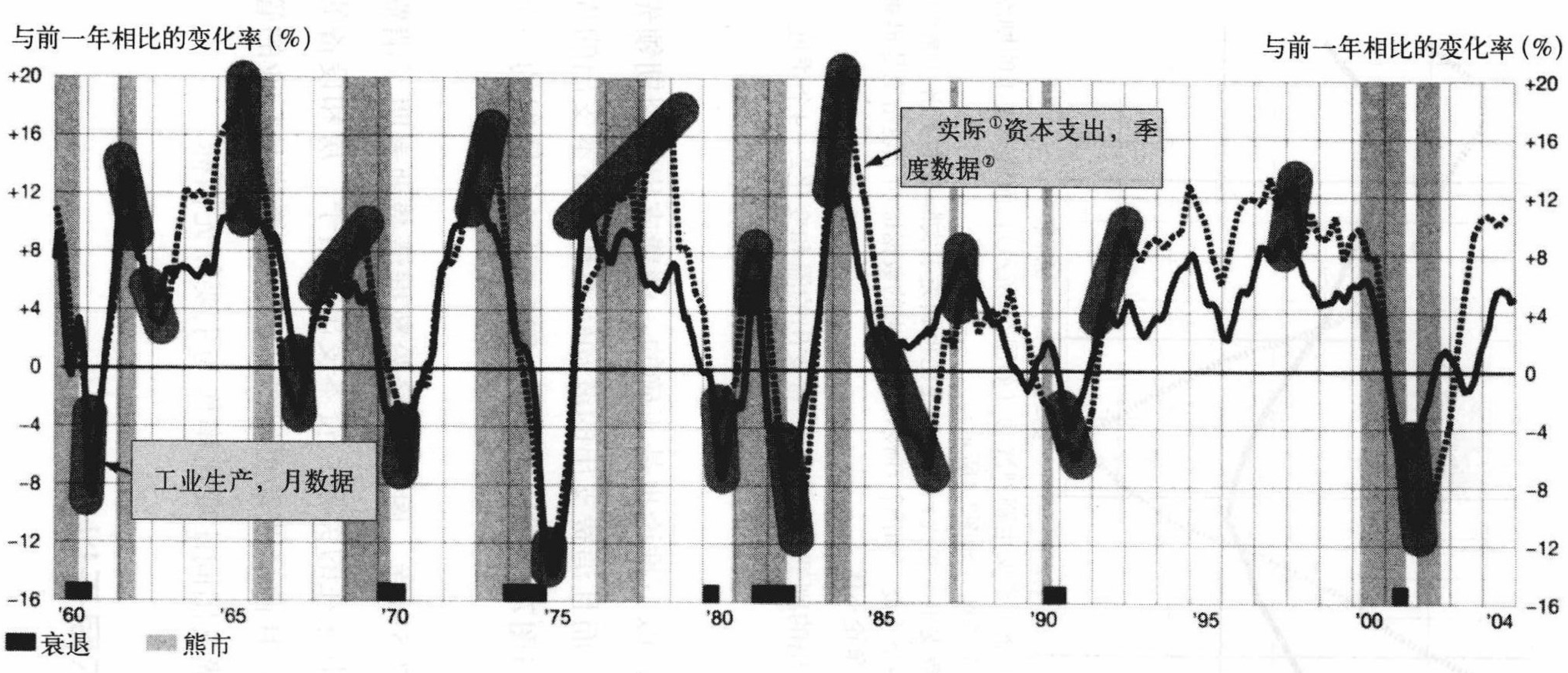
① 经过通货膨胀调整。

接下来，考察现实中的美国经济（见图7-5）。从图7-5中可以看出，过去40年中，资本支出和工业生产之间确实存在上述关系：在每轮周期中，后者到达峰顶和谷底的时间总是比前者滞后2～4个季度。

事实上，资本支出也跟随消费支出变化，如图2-1和图7-1中经济周期的时间表所示。如果：

- 实际消费支出的温和周期性波动导致工业生产相应的较大幅度波动；
- 接着，工业生产较大幅度的波动又导致资本支出周期性变化。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通常，在制造业产出（工业生产）同比增长率达到峰顶后2～4个季度（如图中椭圆形阴影所示），资本支出（用于厂房和设备的支出，以扩大生产能力）增长率达到峰顶。而在谷底，二者的时差比较短。

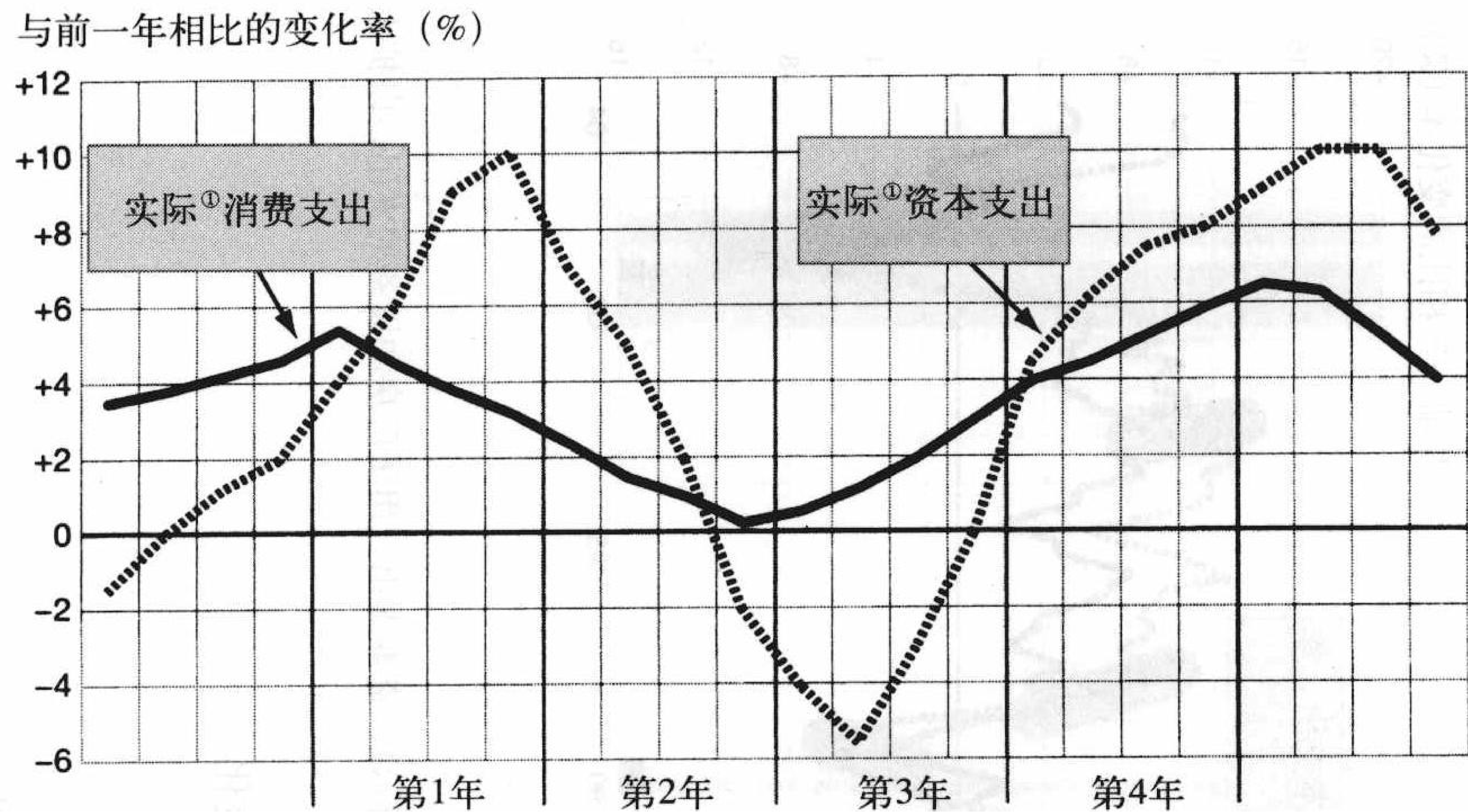
图7-5 工业生产波动驱动实际①资本支出变化

① 经过通货膨胀调整。

② 包括非住宅类建筑物、设备以及私人固定总投资中的软件，但不包括住宅类建筑物。

资料来源：资本支出来自Bureau of Economic Analysis；工业生产来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



消费支出的温和变化驱动着工业生产发生剧烈波动（如图7-2所示），而资本支出的剧烈周期性变化滞后于工业生产2～4个季度（如图7-4所示）。

因此，如本图所示，实际消费支出（实线）的温和变化也领先于实际资本支出（虚线）较剧烈的波动，领先时间为2～4个季度。如图7-7所示，40年来的数据证明上述结论是毋庸置疑的，尽管经济学家对该结论争论不休。

图7-6　典型周期：资本支出的剧烈波动滞后消费支出的温和变化2～4个季度

① 经过通货膨胀调整。

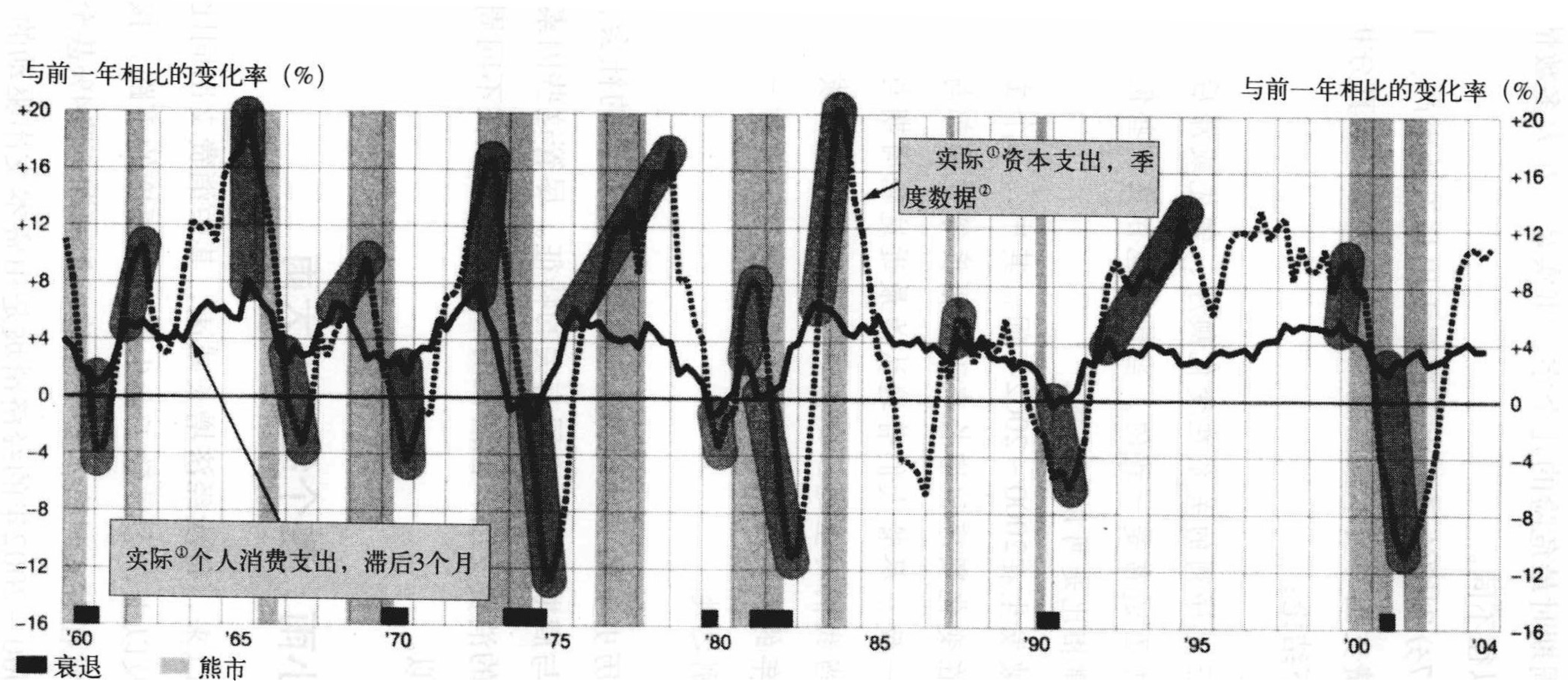
那么，如图7-5所示，以下推论也是正确的：消费支出的周期领先于资本支出2～4个季度，而且消费支出的波动较温和，资本支出的周期具有较强的易变性。与图7-2和图7-4一样，图7-6是这种情况的一个典型例子。

另外，与图7-3和图7-5一样，图7-7用经验数据清楚地表明了消费支出和资本支出在现实中存在的关系：资本支出（用于厂房和设备的支出）滞后于消费支出，且前者波动更剧烈。因此，资本品行业的管理者和投资者应该把消费支出同比变化率作为主要领先指标。

7.3　并非“这次不同于以往”

前言曾经提到商业机构常用的一句话，即“这次不同于以往”，这

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



产品和服务的消费支出（实际PCE，实线）变化，导致生产产品和服务的设备和设施投资（实际资本支出，虚线）发生变化，滞后期为6～12个月。因此，消费支出是预测未来资本支出波动的有效领先指标（如图中椭圆形阴影所示）。值得注意的是，作为经济中的滞后指标，资本支出在大部分熊市（如图中垂直灰长条所示）的早期和中期仍然保持强势，极具欺骗性，这使得不谨慎的投资者认为经济增长还会继续下去。

图7-7 实际①消费支出（PCE）波动驱动着实际①资本支出变化

① 经过通货膨胀调整。
② 包括非住宅类建筑物、设备以及私人固定总投资中的软件，但不包括住宅类建筑物。
资料来源：Bureau of Economic Analysis.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是评价经济和股票市场周期时最危险的几个字。事实是，在大多数情况下，当前状况并非与以往不同。

图7-3、图7-5和图7-7分别描绘了历史上消费支出与工业生产、工业生产与资本支出、消费支出与资本支出之间的真实关系，认真分析这些图表，可以得到如下结论：

- 在不同周期中，三对序列的关系在变化顺序、领先或滞后时差以及幅差等方面通常是一致的。当然，也存在一些例外，但与这些规律相比是可以忽略的。
- 最近一次经济滑坡发生在2000～2002年间，其中，三个主要经济组成部分在变化顺序和增长率下降幅度等方面都与过去的周期基本一致。尽管人们普遍认为最近这轮周期与以往不同，但是当我们对上述三张图进行实证研究就会发现，从过去40多年的经济周期来看，最近这轮与以往的一样，没有什么特别之处。

当然，每轮周期（历史上的一段时期）都有其自身独特的社会、地理、政治以及技术等与周期性经济发展有关的特征。尽管这些因素影响了位于周期最前端的消费支出，但潜在的经济因果关系在不同周期间却表现出惊人的相似。

7.4 消费支出下小雨，整个经济下大雨

事实上，自1960年以来，每次经济增长减速，其中消费支出同比增长率下滑3个百分点及以上，会导致工业生产更大幅度的下跌，接着是资本支出下降，通常在谷底时资本支出比前一年同期下降4%甚至更多。大多数人认为2000～2002年的经济滑坡是由资本支出驱动的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而20世纪90年末技术泡沫的独有特点影响了资本支出的变化。然而实际上，经济疲软首先于1999年和2000年初体现在消费支出上，接着通过库存渠道影响到工业生产和资本支出。消费支出同比增长率在1999年达到峰值5.5%，而后下滑到2001年初的不足3%，此时资本支出与前一年相比下降了10%。从历史上看，在40多年的经济周期中（如图7-7所示），2000～2002年间资本支出锐减并无特别之处。[6]技术泡沫的破灭和2001年9月的世贸中心灾难的确产生了深远影响，但是，即使考虑这些影响，如图7-3、图7-5和图7-7所示，在2000～2002年的经济滑坡中，各经济组成部分的周期性变化仍然与过去周期中的表现一致。

值得注意的是，在过去大部分周期中，即使消费支出同比增长率连续几个季度走低，经济学家和资本品行业分析师通常还会对资本支出做出乐观预测。他们往往不能成功地预测到（或接受）个人消费支出增长明显放缓后，厂房和设备支出不可避免地跟着大幅度下滑。

第6章讨论了滞后指标的性质，即领先指标转而下滑后，滞后指标仍然保持上升，反之亦然。因此，消费支出同比增长率从其峰顶开始下降后，在较长时间内资本支出增长率仍然继续上升；相反，消费支出从谷底转而上升后，资本支出在未来6个月或者更长时间内仍然继续急剧下降。不严谨的预测人员通常不使用领先和滞后指标间的关系来预测，而是受资本支出滞后走势的影响，没有注意到消费支出变化率改变方向后，资本支出增长率仍然长时间地上升或下降，因此对未来做出了完全相反的预测。

在2003年的大部分时间里，经济学家和其他人一起期待着资本支出复苏并“带动”美国经济走出2000～2002年的经济滑坡。庆幸的是，2003年下半年，资本支出的确开始复苏，这是个好兆头。然而，如图7-5和图7-7所示，资本支出和消费支出间长期存在的关系表明，2003年初到年中，消费支出已经出现上升并切实地带动资本支出开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反弹，这一事实是毋庸置疑的。2003年下半年，作为一个滞后指标，资本支出仅仅是跟随消费支出上升而上升，仅此而已。

7.5 辩驳与供给有关的争论

尽管我们根据常理来推断消费需求和资本支出间存在的因果、领先与滞后关系（图7-7清楚地表明了二者的关系），但是许多经济学家仍然把资本支出看成是与消费需求，即使不是更重要，也是同等重要的经济周期**驱动器**（driver）。与消费支出不同，资本投资作为主要经济驱动器的作用得到了很多人的认同，因为该观点是税收政策和政治争论的核心。相对于低收入和中产阶层，提高对高收入阶层的减税幅度，这类减税措施和其他财政政策鼓励了企业和富人的投资，从而扩大了经济生产能力。上述刺激经济的方法通常是保守政治议题的主要内容。然而，在从政治角度分析问题的经济评论员中，资本支出驱动消费支出的观点也颇为盛行。

例如，著名经济学家罗伯特·海尔布隆纳和莱斯特·梭罗在其入门经济学教材《经济学解说》（*Economics Explained*）中表述了上述观点。在该书“被动的消费，主动的投资”这一章中，作者这样写道：

投资不仅是经济中的驱动力和不稳定因素，而且其影响因经济学家所谓的“乘数”被放大了。就其本身而言，乘数概念非常简单。支出发生变化时，比如新的投资项目开工，货币被用于支付建筑工人的工资、原材料的费用等，而支出变化的影响并非到此为止。第一轮投资支出的受益者自身也会创造额外支出，他们对产品和服务的购买为其他人创造了新的销售量和工作岗位。因此，最初的支出增长带来了第二、第三轮支出，直至乘数效应最终消失。

最终，上述分析可以得出两个重要结论：第一，由于投资是驱

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

动经济的力量，而不是被驱动的经济成分，所以，可以确信的是，和消费一样，投资支出也会受到企业所获收入的影响；第二，由于消费支出上升要求新建工厂来满足需求，一些投资跟随消费购买的变化而变化，尤其是跟着消费支出的加速和减速而变动，但是作为经济活动的关键组成部分，投资区别于其他经济组成部分的特征在于，它是经济这列火车上的引擎而不是被拉动的最后一节车厢。[7]

这种观点得到了经济学家的普遍认同，它使人们相信在很大程度上是资本支出驱动了消费支出，而不是消费支出驱动了资本支出，资本支出是经济中更重要也是更基本的驱动力。事实果真如此的话，资本支出的周期性上升和下降就应该**领先于**消费支出。

然而，在起始时间为1960年的图表中，没有证据表明在长度为3～6年的典型经济周期中资本支出变化明显**领先于**消费需求变化，尽管我们仍然很尊重海尔布隆纳和梭罗。图7-7也清楚地表明，消费支出同比变化率在各轮周期中都领先于资本支出，而不是相反。这说明以下观点是不正确的，即**至少从周期变化的角度看**，资本支出在经济中是一个领先指标。相反，在经济周期中，资本支出是滞后指标，是被拉动的火车车厢。

当然，又有谁会反对资本支出在长期中能促进经济增长这种观点呢？政府和私人部门主动地新建工厂、购买生产设备、开发和投资于新技术，这些经济活动创造了就业岗位，在长期内（比如10年或更长时间）提高了整体经济的生产率。然而，问题在于资本支出对经济增长的影响在经济中是主要的还是次要的；它是经济周期中的主旋律，或者长期以来一直是背景音乐？第2章指出，从**总量**上看，资本支出仅占GDP的17%（而消费支出占GDP的70%）。此外，正如海尔布隆纳

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

和梭罗所认同的："一些投资跟随消费购买的变化而变化，尤其是跟着消费支出的加速和减速而变动。"[8]从逻辑上看，占经济总量70%的消费支出花在购买产品和服务上，而资本支出是为生产这些产品和服务提供生产能力的，因此，资本支出得益于消费支出，而不是相反，即使存在乘数效应，资本支出也不能（它自身也证明了不能）主宰经济周期。

一些经济学家可能持不同意见，认为资本支出在接下来的周期中领先消费支出3～4年。但这有点像观看田径运动会，在环形赛道上领先对手近一圈的运动员，正"追随着"对手，在其后面追赶。用与图表一样简单的经济学方法来证明消费支出实际上总是驱动着资本支出，这种做法可能招到将资本支出作为经济周期驱动器的人的质疑。回应这些质疑的合理做法是，找出这些人所提供的一些经验证据，并说明这些证据只能在理念和理论上证明他们的论点，当然，对于受过良好经济学教育但数学水平略逊一筹的人来说，这些证据最好直观、易理解，而寻找证据是理论家的责任，而不是读者的任务。

鼓励商业活动（"投资"）的税收调整政策能否比针对消费者的税收政策创造更大的经济效益，这不是个小问题，因为它是政治争论的核心。图7-7似乎从经济周期的角度提供了一个明确的答案：消费税减免能在短期内产生较大的周期性效益，即消费支出增加能带动其他经济组成部分增加。（但这是有成本的：除非财政出现盈余，否则，个人所得税减免可能被看成是"政府为维持消费支出而进行的借款"。）然而，从长期看，我们不否认鼓励维持一定的企业支出来推进现代化和提高生产率所带来的益处。

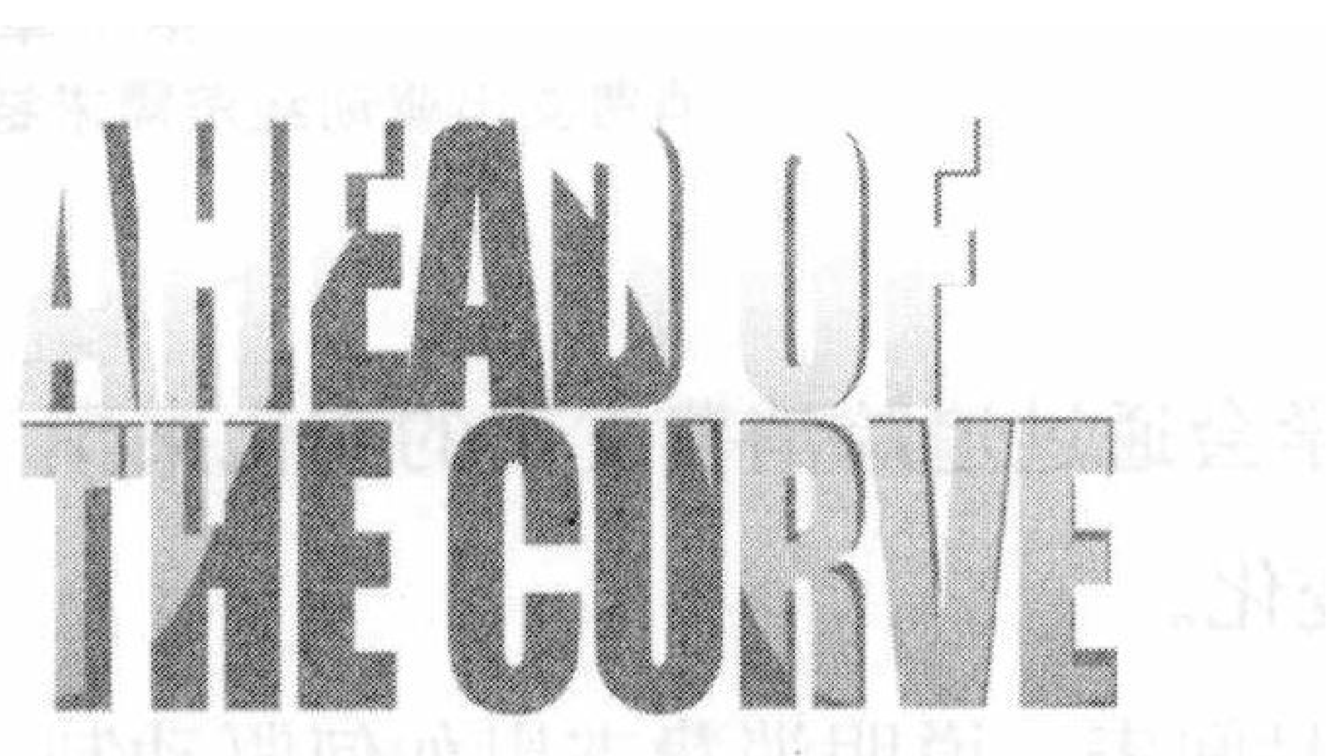
从消费支出到工业生产，再到资本支出，这条清晰的、有顺序的因果关系链是企业和投资者进行分析的坚实基础，这些企业和投资者的财富与各经济部门中某具体行业密切相关。因而，与经济中的制造

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

及资本支出部门打交道的人，应该学会通过追踪消费支出的变化来预测这些经济部门的前景及其周期性变化。

接下来，第8章研究经济周期的时间表，说明消费支出如何驱动制造业产出和资本支出，并成为决定公司利润和股票市场的关键因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 8 章

消费支出、公司利润和股票市场

第7章阐述了长期存在的需求周期，即消费支出变化导致工业生产变化、工业生产变化引起资本支出变化，这些经济组成部分占经济总产出或GDP的比重高达80%以上。既然这样，股票市场在经济生活中又起着什么作用？从时间上看，牛市和熊市与经济中的需求周期关系密切吗？或者，股票市场的变化综合反映了人们对不断变化的货币量和流动性的关注，也反映了国际事件、心理因素和估值水平等因素的作用，但没有一种因素能一直主宰股票市场？

正确的答案是，虽然每轮股票市场周期中都有多种因素在起作用，而其中有些因素是这轮周期所特有的，但在历史上，仅有少数几种主要的驱动因素始终与牛市和熊市存在因果关系，而且这种关系在不同周期中反复出现并保持一致。

8.1 公司利润的基础

如图8-1所示，经济中的需求周期开始于实际消费支出同比变化率加速或减速，然后通过影响工业生产和资本支出，作用于公司利润，这种需求周期是牛市和熊市的关键驱动因素。这里并不提倡把需求周

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期经济学作为预测股票市场的唯一理论指导，但是却可以作为首选理论，因为位于需求周期最前端的消费支出，其变化率的上升或下降驱动着公司利润发生相应变化，进而对股票市场走势产生不容否认的影响，而这种关系在不同周期中表现出惊人的一致。

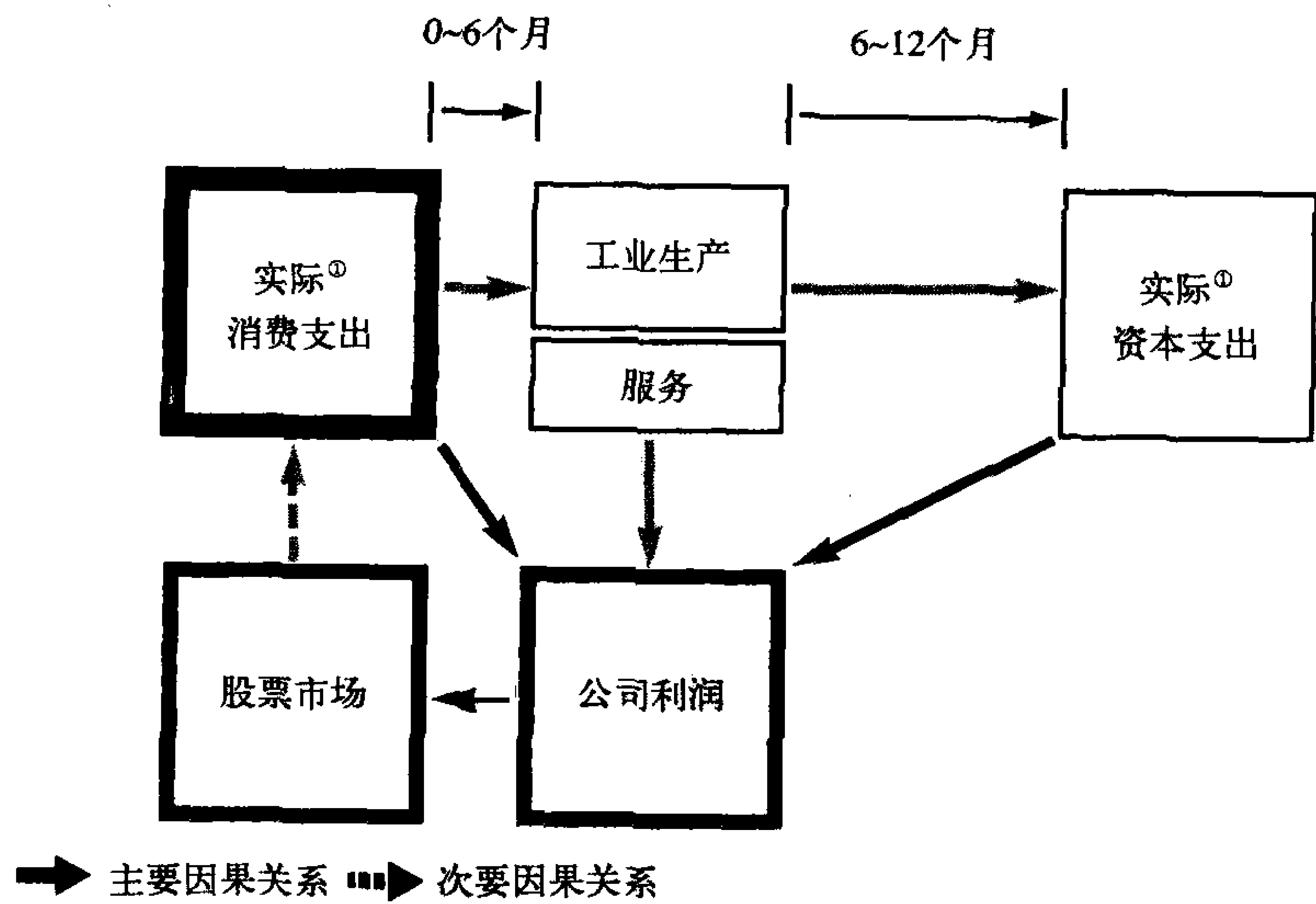


图8-1 时间表：消费支出驱动公司利润和股票市场

① 经过通货膨胀调整。

图8-2是1950～2004年54年间所发生的13次熊市的持续时间长度和强度的统计数据，该图表明大约每4年就出现一次熊市。从该图可以看出，与熊市相比，大多数牛市更强劲，持续时间也更长。尽管如此，需要强调的是，股票市场上涨33%才能抵消25%的下跌。

经济周期需求链的起点是消费支出，接着是工业生产和服务，而后再是资本支出，大部分公司和股票所在的行业属于这条链上的某一环节。消费支出占国内生产总值（GDP）的比重超过了2/3，并且驱动了其他经济组成部分，因而毫无疑问地被当成是公司利润的关键驱动因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

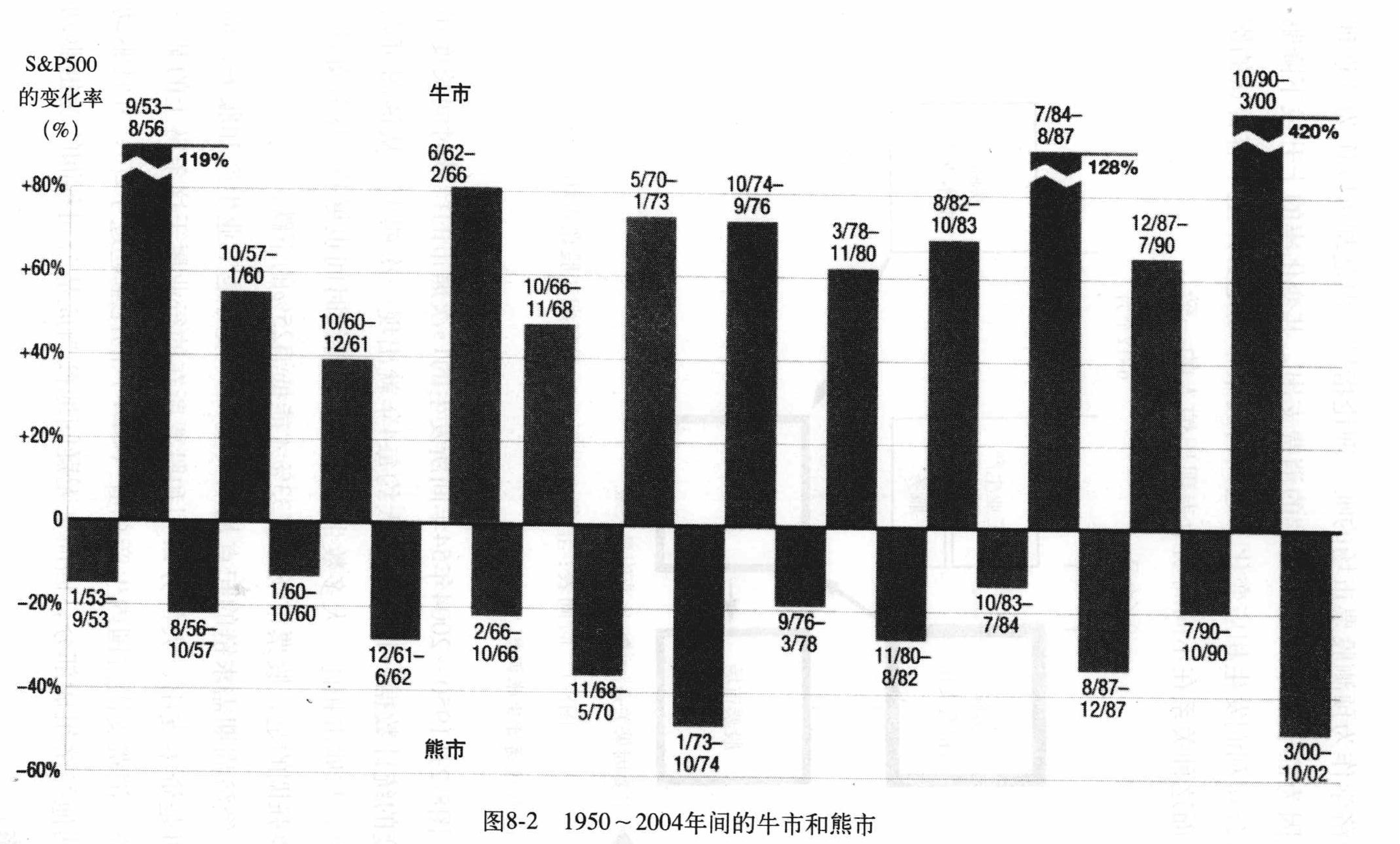


图8-2 1950～2004年间的牛市和熊市

注：股票市场50%的下跌需要100%的上涨来弥补，25%的下跌需要33%的上涨来抵消，依此类推。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.2 作为股票市场风向标的消费支出

通常假设（该假设也是正确的），大部分企业的利润增长加快时，股票市场上涨，而大多数企业的利润增长减缓时，股票市场下跌。当投资者认为某只股票的收益相对走强或走弱时，该股票价格分别上升或下跌。就此而言，单只股票就像是股票市场这片森林中的一棵树。然而令人惊讶的是，几乎没有人进行实证研究，从**时间**上对比分析股票市场的周期和公司利润同比变化率的变动，并测量二者变化的时差。因此，即使能在经济和股票市场中找到各种指标，也很少有投资者能确实掌握典型周期内股票市场因公司利润变化而变动的精确时间。

然而，对投资者来说，问题在于如何尽早地预测一家公司利润的增长或下降趋势以及整个股票市场收益的上涨和下跌，以便充分把握股票市场波动所带来的机会，因为这种波动是公司利润变化引起的。如果投资者能关注位于经济因果链最前端的消费支出，认真追踪实际消费支出的同比变化率，就一定能在把握机会上取得时间优势。

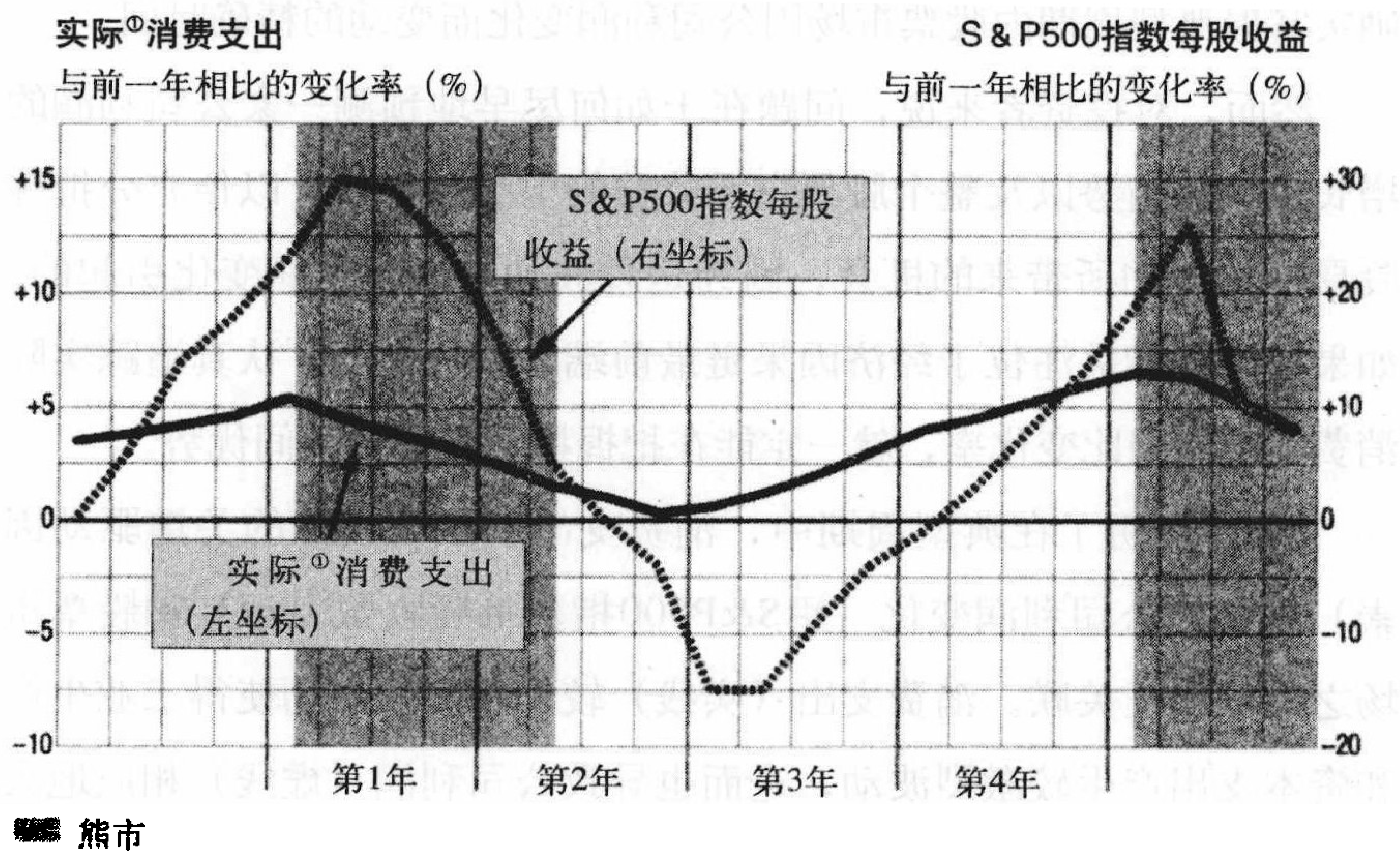
图8-3表明了在典型周期中，消费支出（经济周期的关键驱动因素）增长、公司利润变化（用S&P500指数每股收益表示）和股票市场之间的相互关联。消费支出（实线）较小幅度的变动使得工业生产和资本支出产生较激烈波动，进而也导致公司利润（虚线）相应地大幅震荡。

请注意，右坐标的刻度单位远远大于左坐标，表明S&P500指数每股收益上升或下降的百分比要比实际消费支出大得多。如图8-3的垂直灰长条所示，熊市开始于实际消费支出和公司利润的**增长率**达到峰值时（二者通常同时达到峰值），而在二者的增长率分别向谷底下滑时结束。

下面分析现实中美国经济和股票市场在过去50年间如何变化。图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8-4比较了1950～2004年间实际消费支出（实际个人消费支出）同比增长率与公司利润的增长率，其中公司利润用S&P500指数每股收益衡量。如图8-3所示，典型周期的例子说明，S&P500指数每股收益的同比变化率（右坐标，坐标刻度单位较大）比实际消费支出变化率（左坐标）大得多。和之前讨论过的图表一样，这里的因果关系非常明显：对经济有显著影响的实际消费支出温和变化的同时，公司利润出现大幅度波动，而且前者略领先于后者。因此，只要略微推导就能得出如下结论：在美国经济中扮演着核心角色的消费支出，是影响股票市场表现的关键因素。



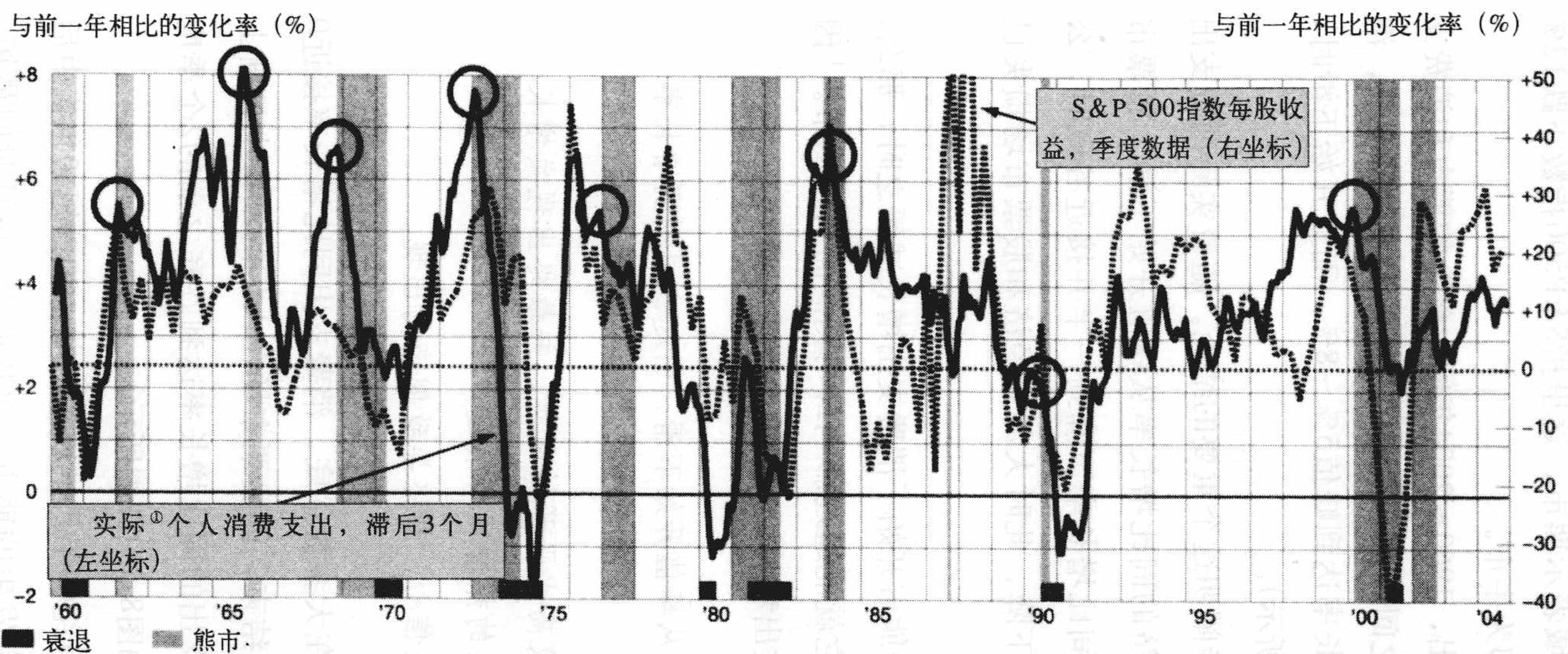
与消费支出（实线，使用左坐标）相比，公司利润（S&P500指数每股收益，虚线，使用右坐标）具有很强的易变性。一般而言，公司利润的变化与驱动多数行业增长的消费支出的变化基本保持一致，略微滞后。

通常，消费支出和公司利润的同比增长率分别达到峰值并开始下滑时，熊市（如图中垂直灰长条所示）开始。相反，消费支出和公司利润增长率分别到达谷底之前，熊市就已经结束。

图8-3 典型周期：消费支出驱动公司利润和股票市场

① 经过通货膨胀调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



经济增长减缓（消费支出同比增长率先出现下降）和熊市（如图中垂直灰长条所示）之间的关系在不同周期中表现出高度一致，虽然并不总是如此。大部分熊市（如图中圆圈所示）开始于消费支出与前一年相比的增长率达到峰顶时，此时，投资者和企业通常最乐观，在这种时候减少投资需要足够的胆识。随着利润增长相应减缓，熊市将持续下去。

上述事实说明，要在关键时刻减少常规操作带来的股票市场风险暴露，就必须找到一种有效方法来预测消费支出的下滑。

大多数情况下，经济正处于衰退（如图中黑方块所示）时，熊市基本结束。

图8-4 熊市开始于实际①消费支出（PCE）增长率达到峰值并开始下滑之时

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；S&P 500指数每股收益（1960年至1989年第4季度）来自Bureau of Economic Analysis；S&P 500指数每股收益（1989年第4季度至2004年）来自Standard & Poor's。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图8-4中垂直的阴影区域表示熊市，这里指S&P500指数下跌12%或更多的时期，其他区域即为牛市。

仔细观察图8-4可以看出，1960～2004年间大部分的熊市和消费支出（实线）的同比增长率之间确实存在密切关系。大多数情况下，消费支出与前一年相比的增长率达到峰值5%～8%，而后开始下滑时，熊市开始（如图8-4中圆圈所示）。

下面重新表述并进一步阐明这个重要的结论。随着实际消费支出同比增长率下降，宏观经济的同比增长率从峰值开始下滑，股票市场也开始下跌。消费支出同比增长率下降到一半并接近谷底时，公司利润增长率也跟着一起下降，此时大部分经济和股票市场损失已经发生。

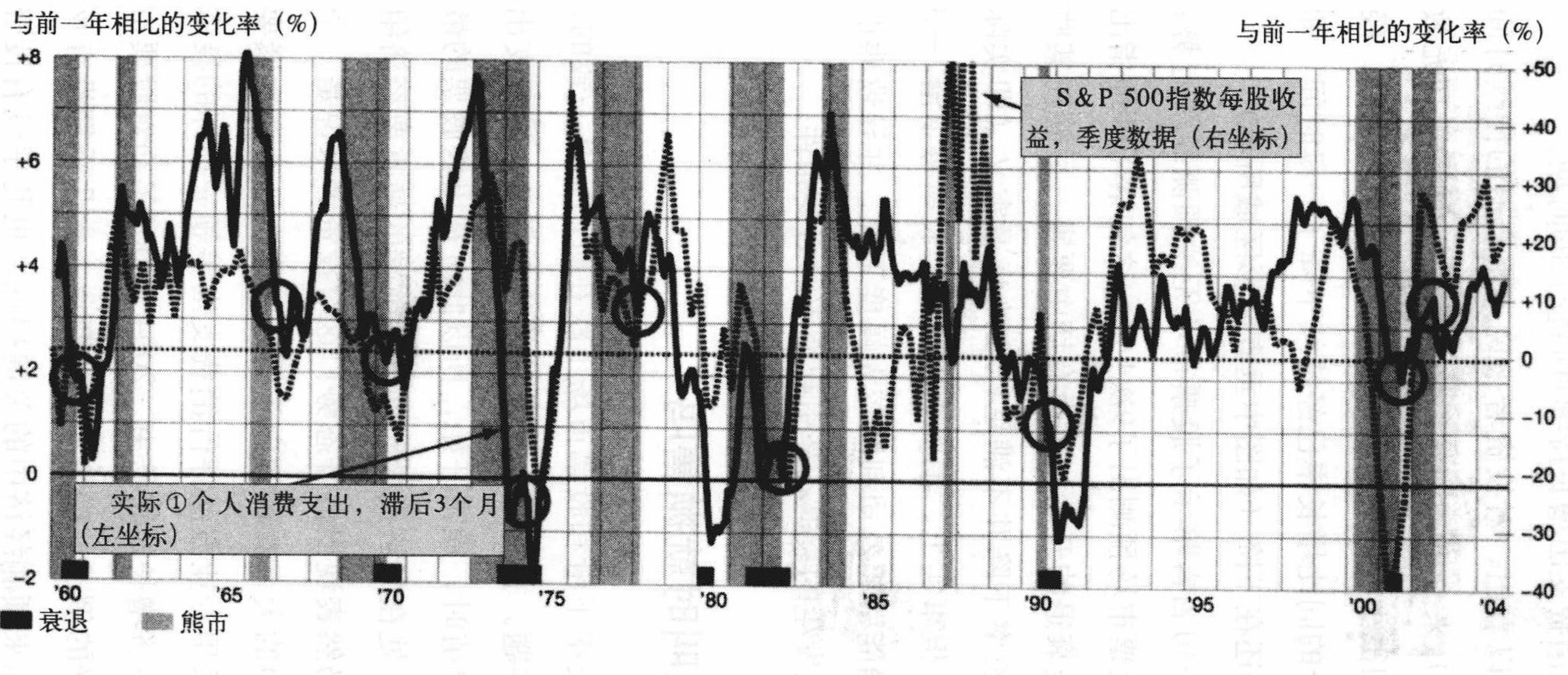
换句话说，如果大部分熊市开始于消费支出增长减缓之时，那么，只要消费支出增长减缓，它就能通过影响公司利润而引起熊市。[1] 因此在大多数周期中，消费支出和股票市场的关系十分简单。

- 实际消费支出增长率从峰值开始下滑，引起公司利润增长率下降。
- 公司利润的增速从较高水平开始回落，并最终出现负增长时，投资者持有股票的热情逐渐消退。
- 对利润上升逐渐丧失信心，最终导致熊市的出现。

从图8-5中可以看出，在大多数谷底，消费支出同比增长率接近0或小于0时，熊市已经基本结束，而股票市场在人们的期待中日渐上扬。大多数情况下，消费支出的同比增长率达到谷底之前的2个季度左右，熊市就已经结束（如图8-5中圆圈所示）。

图8-5清楚地表明，20世纪60年代早期到中期、20世纪80年代中后期以及20世纪90年代中后期发生的熊市，次数最少，持续时间最短，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通常，实际消费支出的同比增长率（领先于公司利润和经济周期的变化）处于或接近谷底时，股票市场下降（垂直的灰长条表示）就开始结束，即将出现牛市。此时，投资者和大多数企业的情绪是最悲观的，假如能预测到消费支出上升，这将有助于他们在这一时期突破常规操作、增强对股票市场的信心。

图8-5 熊市通常在实际①消费支出（PCE）到达谷底之前结束

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；S&P 500指数每股收益（1960年至1989年第4季度）来自Bureau of Economic Analysis；S&P 500指数每股收益（1989年第4季度至2004年）来自Standard & Poor's。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而这几个时期也是历史上消费支出增长持续时间较长的时期。

从图8-4和图8-5还可以看出，对投资者来说，用衰退的持续时间（如图底部的黑方块所示）来分析和衡量经济损失是一种滞后且无效的方法。虽然经济学家们很少能证实衰退的发生，但衰退发生时，经济周期中各经济组成部分的同比增长率已经持续下降了一段时间，即将出现回升，而股票市场还在下降（如图中垂直阴影区域所示）。

保罗·萨缪尔森的一句名言暗示了股票市场无法预测经济走势："对于过去的5次衰退，股票市场预测出了9次！"[2] 这句话巧妙地指出人们经常把熊市误认为是衰退的开始，却没有切中要害：尽管在某些经济滑坡时期，经济增长率下降并不满足标准的衰退定义（即实际GDP连续2个季度下降），但事实上，消费支出同比增长率每下滑2～3个百分点或者更多，的确能引起公司利润较大幅度下降，并导致熊市的形成。简单地说，可能发生的衰退不是引起熊市的必要条件。

8.3 鸭子还在呱呱叫时就抛售吗

消费支出的同比增长率下滑和股票市场下跌在时间上是一致的，这给投资者提出了一些难题。首先，也是最重要的，通常，消费支出同比增长率处于或接近峰值时，熊市开始，所以此时是出售股票的最佳时机，而在这个时候，处在经济周期时间表最前端的最重要经济组成部分（即消费支出）仍然表现出良好态势！这对投资者来说是一个巨大的挑战，因为他们中的大多数都倾向于看好股票市场。在这紧要关头，只有长期关注并采用专业方法评价消费支出等领先指标的投资者，才会意识到强劲的经济增长即将结束。2004～2005年初对股票市场的乐观态度就是个很好的例子。经济学家和商业人士几乎都没有及时地识别并使用上述指标来预测经济中的关键拐点，也几乎没有投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者能借助这些指标在最佳时机买入或抛出股票。

相反，滞后于消费支出的一系列经济指标，其同比增长率仍然在逼近最低值时，大部分熊市就已经结束（如图8-5中的1960年、1966年、1970年、1974年、1982年、1990年和2001～2002年）。因此，想在市场最低点买入股票的投资者，需要在相关经济指标仍然急剧下滑时就进行此操作，而这需要做到有胆有识，牢牢地抓住领先指标作为未来经济好转的预兆，并在经济不景气时就买入股票。尤其是，在这个时候，大部分投资者和商业人士因当前恶劣的经济状况而普遍感到失望，但这种经济状况体现的是与股票市场同步或滞后的指标的下跌。

毫无疑问，市盈率估值、利率、债券和其他生息证券的竞争优势、投资机构的现金头寸、影响权益价值的其他要素等各种因素，在股票市场变动、市场达到峰顶和谷底的时间等方面扮演着重要角色。尽管如此，股票市场总是在经济繁荣时达到峰顶，而在经济不景气且继续向最低点下滑时达到谷底，这是显而易见的事实。

8.4 逢低买入，逢高抛出

“逢低买入，逢高抛出”这句老话的意思太直白了，容易使人误解并具有一定的欺骗性，因此，这种想法和做法遭到人们的耻笑，而这种具有幽默感的嘲笑本身并无恶意。经验丰富的投资者通常把股票看做是少数几种商品之一，它们的需求随价格上升而上升，随价格下降而下降。实际上，我们稍作观察就能发现，只有当足够多的人同时保持乐观，愿意为股票支付极高价格时，股票市场才能达到峰顶。这些投资者会“逢高买入”，其做法与“逢低买入，逢高抛出”这个再平常不过的信条背道而驰。反过来，即使价格处在最低水平，而大量的股东也期望按这个价格抛出股票时，股票市场达到谷底，他们的做法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也与“逢低买入，逢高抛出”的格言正好相反。

他们自己为何要采取这种造成损失的做法？答案非常简单：包括大货币管理机构和小股东在内的投资者，在很大程度上按照他们所观察到的当前经济状况来推断未来，即股票市场处于峰顶时对未来经济前景保持乐观，而在股票市场位于谷底时悲观地认为未来经济状况不会好转。

所有投资者每天都被淹没在未能提供足够证据的各种经济报道中，由于缺少能够有效地追踪经济周期的操作性强的方法（本书的主旨就是提供这种方法），大多数投资者根据最新的商业和经济报道所提供的经济强劲或疲软等信息，来决定对股票市场前景是保持乐观还是悲观。在经济越过峰顶之后，资本支出和就业（或失业）等主要滞后指标仍然保持良好态势，或者，在经济走出谷底后，这些指标的态势仍然没有好转，因此，它们向人们提供了虚假信息，即经济仍然按其最近出现过的态势继续向前发展。

8.5 我们能否掌握如何以及何时突破主流做法

根据前面的分析，采取什么措施才能做到“逢低买入，逢高抛出”呢？

- 首先也是最重要的，这要求至少从经济周期以及市场时机的角度充分理解股票市场与经济周期之间长期存在的关系。
- 其次，消费支出的同比变化率达到最高点，而人们对经济前景普遍持有乐观态度并倾向于大量投资于股票，其中消费支出位于经济周期的最前端，此时，我们必须有足够的胆量抛出股票。或者相反，当经济状况极其糟糕时，我们必须充满自信地进入市场，买入股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

事实上，图8-4和图8-5证实了如何在“经济增长率处于峰顶时抛出”，而“处于谷底时买入”，借助这两张图，我们能充分理解这种做法并增强自信心。

然而，事情并不那么简单，因为投资者还必须认识到，当前强劲的经济增长势头或疲软的经济态势也许会长期持续下去。例如，我们怎么知道当前的消费支出同比增长率5%就是峰值呢？或许在接下来的12～24个月中，实际PCE将继续增长，达到7%。因此，我们需要更多的证据来说明问题，而不仅仅是依靠观察消费支出作为关键的经济驱动因素，其增长是“强劲”还是“疲软”。

在经济景气时抛出股票，或者在经济持续滑坡时买入，如果要具备这样的胆识，我们必须找到一种方法来预测拐点，即消费支出增长率改变方向的时点，并识别下列指标：

- **消费需求的真正领先指标**，包括个人实际单位时间收入（第10章论述）以及利率（第13章讨论）。有胆量“逢高抛出”的前提是，在经济态势强劲而这些领先指标却转而下降时，能够根据这些指标做出判断。[3]
- **一致指标，如消费者信心指数（第9章讨论）和消费借款（第12章讨论）。**但是，在这些指标已经发生变化，并因此反映到股票市场上之前，我们不可能利用它们来确定消费支出的变化。
- **滞后指标，如就业、失业（第11章讨论）以及资本支出。**在经济走势变化后，我们必须有意识地警惕这些指标的走势所造成的假象。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

8.6 学会控制情感

根据前文的分析，经济增长率达到最大值时必然出现熊市，而牛市总是开始于新闻报道声称经济形势极其糟糕之际，意识到这一点后，商业人士和投资者必须掌握如何看待这些有悖直觉却真实存在的事实。无论是看待整个股票市场还是单只股票，上述事实都是存在的。如果你是一名经理，公司业务与经济周期密切相关，当公司销售增长率及利润同比增长率处于或接近峰值，且全公司都对未来抱有乐观态度时，你也必须认识到公司股票即将出现下跌趋势。

这要求你用理智（根据经验掌握了本书的内容）战胜情感（相信最近的经济状态，通常表现为滞后的失业率水平较低，令人满意）。相反，当企业的销售值和利润值正在严重下滑且将持续几个季度时，你应该认识到公司股票价格在未来某一时刻必定出现较大幅度的上升。上述两种情况都发生在经济拐点上，公司股票价格与当前业务状况发生背离，使得你和其他管理人员、工人感到困惑。

某位公司首席执行官讲述了一个故事，在一次有分析师参加的会议上，在对公司前景进行长达45分钟的激情演讲后，他宣布接下来很愿意回答分析师的提问。前排的一位分析师举手问道："目前的业务状况怎样？"这位CEO热心地回答："业务状况好得不能再好了！""嗯，好得不能再好了。"这个分析师立刻站起身离开了房间，旋即提出了抛出该股票的建议。

8.7 市场时机与买入持有策略

许多经验丰富的投资者，实际上可能是大多数，都声称"试图选择市场时机是徒劳无用的"，到目前为止，最好的投资策略是购买高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

品质的股票并长期持有它们。通过观察拥有几十年长期投资实战经验的精明投资者的优异业绩，我很难否认他们关于投资策略的观点。即使使用本书讨论过的工具，试图选择市场时机也是很难做到的事（这一点对任何形式的投资都是一样的）。

问题是，个人投资者宣称他们的目的是进行长期投资，而后，当股票市场的涨落对其不利时，他们往往在价格下降后采取抛出股票等短期措施，而这种自己造成损失的做法是十分危险的。毋庸置疑，许多甚至是大多数投资者，他们带着长期投资的想法在20世纪90年代后期进入股市，却采取了相同的做法。2002年道琼斯指数下降了30%以上，S&P 500指数几乎下降了50%，而在2年前道琼斯指数超过11 000，S&P500指数超过1500，对于那时进入市场的投资者来说，很难让他们相信买入持有是一个有效的长期策略。

难以理解的是，在现实中，一些个人投资者最可能采取的策略是，经济状况最好（接近峰顶）时“长期”囤积股票，而当股票市场急剧下跌时才开始对市场丧失信心，并导致他们抛出股票、遭受损失。对投资者来说，最明智的做法是当看好美国长期经济增长前景时，适度持有长期股票头寸；经济增长达到峰顶时，随经济周期变化适时调整头寸；未来经济前景黯淡时，增加所持有的投资组合。这样，投资者就能既考虑长期增长前景，又兼顾了市场实际的周期性波动。

8.8 向前看：拉动消费需求的三个引擎

到目前为止，本书阐述了消费支出是美国经济的基础，在消费支出、工业生产和资本支出组成的整个需求周期中，它位于最前端。因此，消费支出作为公司利润的关键驱动因素，也是反映股票市场变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的重要风向标。这就引出了一个重要的问题：能否借助一些合理的方法来预测作为核心经济驱动因素的消费支出本身，以便尽早地提醒企业和投资者注意并利用经济周期及股票市场中的关键拐点。第三部分将说明，答案是肯定的。

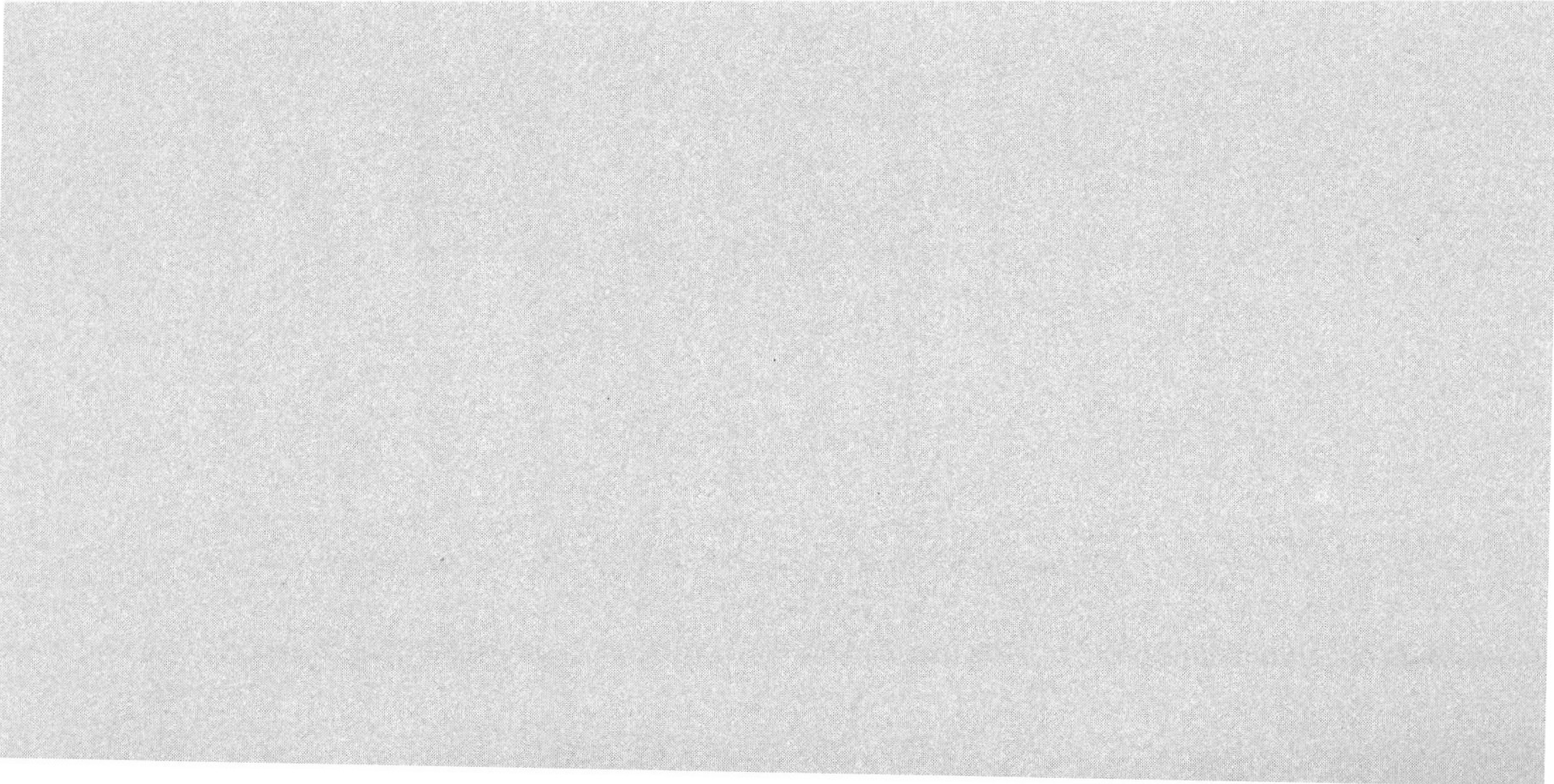
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AHEAD OF THE CURVE

第三部分

预测消费支出

理解关键指标的关系



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AHEAD OF THE CURVE

第 9 章

预测消费支出

依靠数据而不是心理因素

第二部分指出，消费支出在美国经济中所占比重较大，而且重要的是，它驱动了工业生产、资本支出、公司利润和股票市场等的周期性变化。因此，对任何商业人士或投资者来说，关注消费支出和零售销售是明智之举，而且最好是在消费需求的上升或下降趋势变得十分明朗，并开始影响商业环境和股票市场预期之前，尽早地预测它。第三部分就是要探讨这个问题。

影响消费支出的因素有很多，不仅包括金融因素（如工资、消费借款等），也包含财政和货币因素（如税收和利率），还有心理等其他因素（如战争、恐怖事件、政局动荡等）。一些影响因素，如房地产价格和通货膨胀等，综合反映了上述几方面的影响。

然而，早在20世纪70年代，当我第一次着手预测消费支出和零售销售时，就意识到必须放弃“考虑许多因素”的想法，要不然，将不能着重分析预测时真正需要考虑的主要驱动因素。因为同时考虑所有因素，会妨碍我们根据关键因素判断消费支出的未来趋势。我曾经尝试着按照两个条件确定与消费支出有因果关系的2~3种因素：（1）根

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据常理可以推出消费支出与这种因素的关系；（2）在周而复始的经济周期中，消费支出与这种因素有因果关系，而且这种关系是由经验证据证实的，不是凭空推测出来的（凭空推测是一些经济评论的特点）。问题是，哪些因素符合上述条件呢？

9.1 利用收入而不是凭感觉来预测

消费者本身能够较好地理解驱动消费支出的各种因素：第一，人们是否有工作；第二，与前一年相比，工资或收入是否增加了；第三，所投资的资产和住房的价值；第四，公众对未来的信心，除财经消息外，政治和社会因素都可能导致信心变化。然而，如果我们使用心理因素预测消费需求，并检验这些因素在过去是否充当了领先指标，从而避免用没有根据的预感来预测，就有必要用统计方法记录这些因素的变化。这样的话，我们最好使用已经非常熟悉的统计实证研究方法，并考虑以下重要问题：消费支出的源泉是什么，其中哪些要素是主要的，又如何追踪它们。

区分影响消费能力的两类因素，有助于回答上述问题。

- **个人收入**。一半以上的个人收入是消费者从工作中获得的工资和薪水，通常每周、每两周或每月支付一次。大部分消费者都是中低收入的工薪阶层，他们一旦领取工资就用于开销了。[1] 因此，认为个人收入不是消费支出的主要驱动因素是非常无知的想法。
- **个人财富或非收入消费能力**。个人财富主要来源于企业利润分配所得、投资（主要指在股票市场上的投资）和住房在中长期内的增值。这些个人财富也会影响消费支出，但它们不是消费者银行和投资账户的主要资金来源，需要消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费者主动采取措施才能变现，例如卖掉投资头寸、以住房为抵押进行再融资和借款等。[2]

总的来说，消费能力的两类影响因素中，尤其是从经济周期的角度看，作用力更强的是直接进入消费者口袋或个人支票账户的当期收入。如果能够预测个人收入，主要是工资和薪水，我们就有可能预测消费支出。图9-1是经济中工资和薪水总额的简单计算公式。

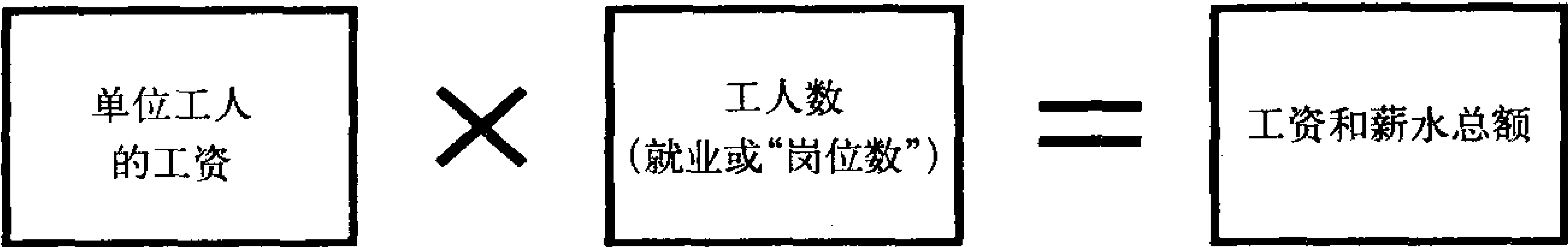


图9-1 工资和薪水总额公式

但是，一些预测人员（包括经济学家和所谓的经济学家）凭借直觉和感觉认为，就业或岗位数是决定工资、薪水和个人收入的最重要因素，所以他们对消费支出的多数预测都以失败而告终。毕竟，工作是每位消费者消费能力的基础、经济状况最根本的决定因素，也是消费者心理变化的根源。简言之，人们会从感觉上本能地认为就业是收入和心理状态（即消费者信心）的**关键**驱动因素，并使消费支出成为可能。

虽然在某种程度上，这种关于就业的观点是正确的，但它忽略了一点，即工人总是在经济景气时被雇用，而在经济不景气时被解雇。因此，在经济周期中，就业总是一个滞后指标，而非有时滞后、有时不滞后。第11章将详细讨论这个问题。事实上，**就业者的工资增长**对消费支出的影响很大，是消费支出理想的领先指标，图9-2解释了其中的原理，虽然一些人还未充分认识到这一原理。

只有掌握上述原理的人，才有可能更好地关注消费支出真正的领先指标，即就业者的工资收入，而不是消费者心理，因为就业变化影响着消费者心理，而就业显然是经济中的一个滞后指标。尽管如此，商业出版物和电视报道中的很多评论仍然关注消费者心理，尤其是消

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费者信心指数，因此，我们有必要深入探讨这个问题。

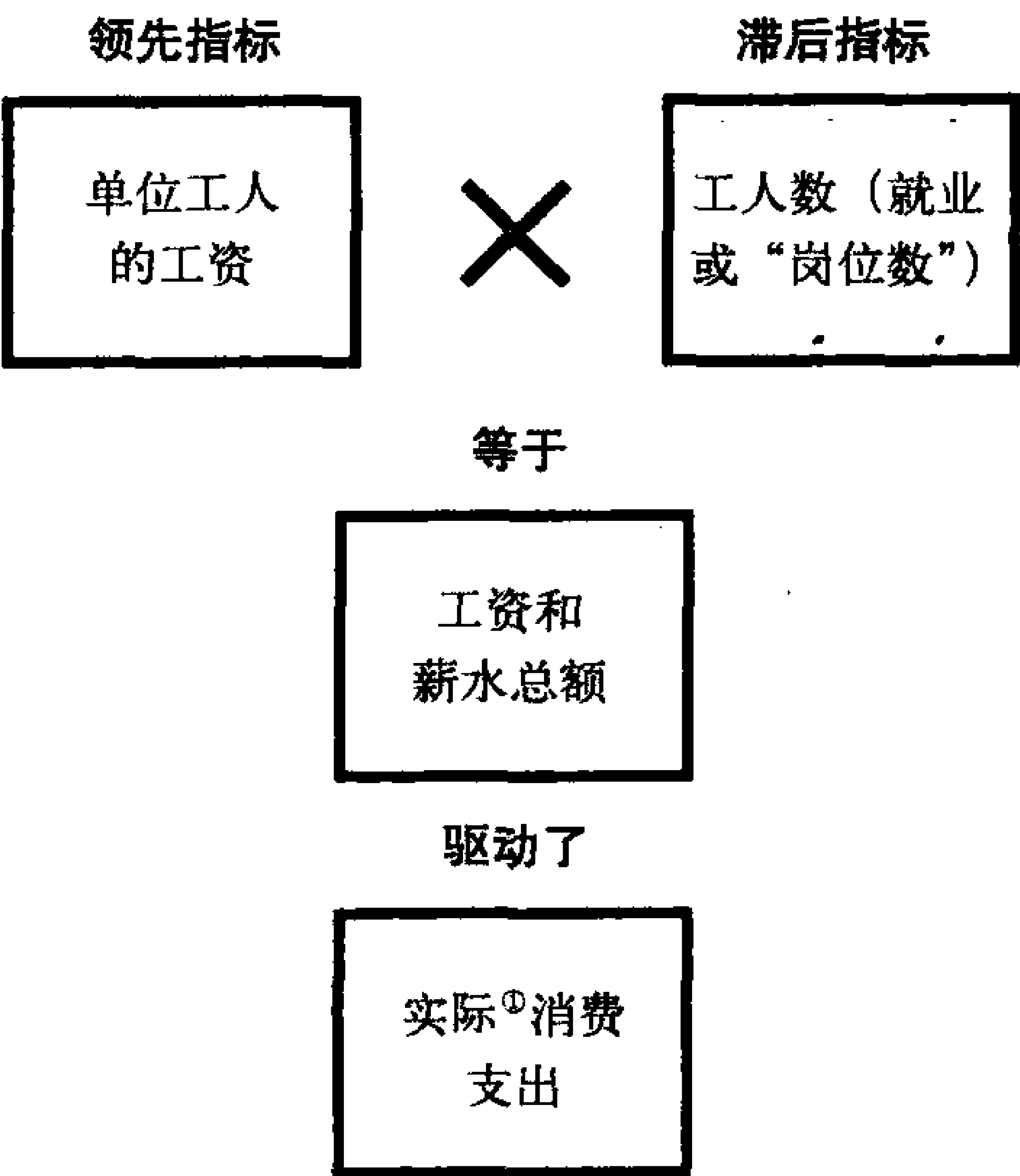


图9-2 消费支出的领先指标是工资增长而非就业

① 经过通货膨胀调整。

9.2 消费者心理是否可靠

任何一个普通电视观众在看新闻时都会注意到：经济报道的主要内容是在商场和停车场采访购物者，询问他们最新报道的经济变化对其支出计划有何影响。比较典型的回答有如下几种：

- “我的两位邻居上月下岗了，所以今年圣诞节我们要多储蓄、少消费。”
- “燃气价格这么高，我们今年打算就近过一个短暂的假期。”
- “我刚刚收到退税，准备到家得宝（Home Depot）采购，改装我梦寐以求的后甲板。”

在任意时刻对个人情绪的抽样调查都使得电视节目很精彩，平心

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而论，它也代表了消费者共同的情绪。毕竟，每天有千百万消费者在美国的商店、饭店、影剧院消费，这构成了总消费支出，而人们也通过消费表达了他们对经济的感受。然而，随意将上述回答作为衡量消费者心理的唯一要素，这种做法毫无意义。因此，长期以来，经济专家一直采用实证方法来衡量消费者情绪。

虽然各种书籍和文章在报道有趣的经济事件时，花大量篇幅阐述心理因素，但从实证研究或方法上看，对预测消费支出上升和下降以及经济上扬和下滑等工作来说，这些因素没有太大用处。这是为什么呢？主要原因在于，消费者赚取和用其他方法取得的货币收入是决定消费心理的主要因素，而消费心理只是收入变化的副产品，不是消费支出的驱动因素。

9.3 被广泛关注的消费者信心指数能否用于预测

广泛用于预测消费者信心的两个主要指标是：消费者信心指数（由大企业联合会公布）和消费者情绪指数（由密歇根大学调查研究中心编制），每月公布一次。两项指标能够普及的原因很简单：它们的名字意味着消费者情绪或心理可以被衡量，而人们能够通过这两种指数深入了解消费者的未来支出意向。毫无疑问，评价和追踪消费者总体的情绪状态是有价值的。但主要问题是，借助这些信息，我们能预测消费支出的走向吗？我还没有发现有证据说明能做到这一点。

本书的主要任务是，指出我们不应该单独地测算或追踪某经济数据序列，而是要通过实证方法衡量数据间的相互关系，说明该序列是领先还是滞后于其他序列。需要强调的是，对于众多指标中被广泛关注的消费者信心指数，无论是忠实于报道这一指标的新闻机构，还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经常提到它的经济评论员，他们几乎都没有分析过该指标与其他序列的关系。

每月，调查机构选择一些被访消费者回答一系列问题，据此得到消费者信心指数。在美国，大企业联合会编制消费者信心指数时，要求被访者回答如下问题，答案是“肯定的”、“不确定的”或“否定的”。[3]

- 被访者对当前经济状况的评价。
- 被访者对今后6个月经济状况的预期。
- 被访者对当前就业状况的评价。
- 被访者对今后6个月就业状况的预期。
- 被访者对今后6个月家庭总收入的预期。

密歇根大学调查研究中心编制消费者情绪指数时，要求被访者回答个人经济状况预期、就业、对政府调控经济的能力的看法等大量问题，主要包括以下几个方面。[4]

- “现在预测一下，你认为，从现在起一年内，你和与你一起居住的家人，你们的经济状况会变好、变差，还是与现在基本持平?”（选择答案包括“变好”、“相同”、“变差”和“不知道”。）
- “接下来，考虑一下全国的经济状况，你认为，在今后12个月中，经济状况是繁荣、低迷，还是其他答案?”（答案包括“繁荣”、“有限定条件的繁荣”、“看情况而定”、“有限定条件的低迷”、“低迷”和“不知道”。）
- “你认为未来12个月中，失业人数如何变化，与现在相比，失业人数会增加、基本不变，还是减少?”（答案包括“增加”、“基本不变”和“减少”。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

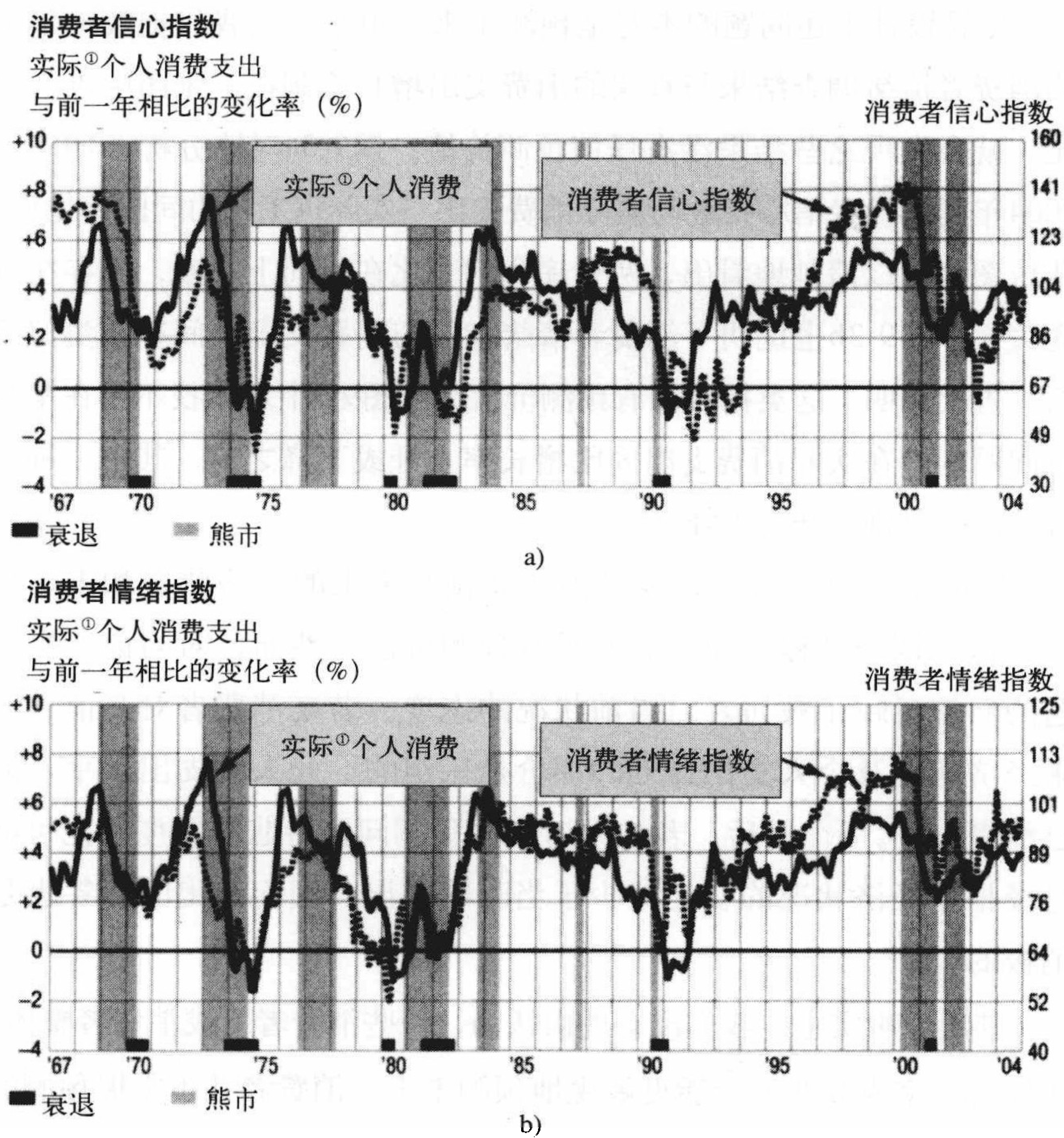
尽管设计上述问题的本意是预测未来，但是，当我们把数十年来的消费者情绪调查结果与真实的消费支出增长绘制在一张图中进行对比，就会发现这些结果没有任何预测价值。图9-3a对比分析了1967～2004年间消费者信心指数与实际消费支出（实际PCE）的同比变化率，从该图中可以清楚地看出，两个序列的变化在时间上一致，不存在领先关系。图9-3b也说明了消费者情绪指数与消费支出之间存在类似关系，再次说明了这类指数没有预测价值。从图9-3中基本找不出在某些时间段内，在实际消费支出同比增长率上升或下降之前，其中一种指数就已经急剧上升或下降。

原因很简单：首先，要求消费者预测未来的经济状况和支出计划，这一调查过程表面上看似乎有预测价值，然而，对当前所提问题的回答反映了被访者对当前状况的态度。若某消费者对当前或未来经济状况及个人支出计划的评价是乐观的，此人的支出水平可能已经提高了。3个月后，若此人对相同预测问题持悲观态度，他可能已经根据经济状况的变化减少了当时的支出，因而给出的回答也是消极的。

其次，事实上，我们没有理由认为，一些消费者（或消费者整体）比经济学家或商业人士能更敏锐地预测未来。消费者并不掌握预测的原理和方法，他们可能根据当前经济状况推测未来。换句话说，尽管设计问题的本意是想预测未来，但实际上，被访者的态度及其支出情况反映了调查当时的经济状况。

和各种出版物每天发布的其他经济信息一样，从严肃性上看，有关消费者信心指数的报道似乎证明了该指数可以用来预测消费需求，但报道者并没有提供经验证据来支持和验证该指标的预测能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



消费者信心指数（由大企业联合会编制）和消费者情绪指数（由美国密歇根大学编制）是根据问卷调查编制的，主要向消费者询问对未来经济状况的预期。然而，这两种指数的变化与消费支出的同比变化率大致保持同步，这是因为调查方式是当时提问、当时回答，问卷答案所表现出的消费者对未来的态度，反映了当前的经济影响因素和情绪。所以，这两种指数都没有显著的预测价值。

图9-3 消费者情绪调查：一致指标而非领先指标

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；消费者信心指数来自The Conference Board；消费者情绪指数来自University of Michigan Survey Research Center。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



“兰德先生，这里是《纽约时报》的商业调查。与20分钟前的感受相比，您觉得经济状况是变好还是变差了？”

9.4 行为经济学——易理解的概念，但与宏观经济分析有关吗

过去10～20年，**行为经济学**已经得到广泛应用，这门学科根据心理因素进行经济调查，探究人类本性在多大程度上影响人们做出理性的经济和投资决策。与消费者信心一样，这一新兴学科的名称意味着，消费者或企业的行为方式既是理性的又是非理性的，理解他们的行为方式有助于预测未来的经济增长走势。消费者或企业行为中的非理性成分已经得到经济学家的普遍重视，被用来解释股票市场中无法说明的事件，例如股票市场的暴涨和暴跌。这个领域的大部分工作是由丹尼尔·卡尼曼（Daniel Kahneman）和J.特沃斯基（J. Tversky）完成的，他们提出了**前景理论**（prospect theory），探讨情绪如何影响人们的金融和投资决策等相关内容，卡尼曼于2002年获得诺贝尔经济学奖。

然而，行为经济学通常在**一定条件**下展开分析，也就是说，这门学科被用于评价某位（或某些）消费者和商业人士的价格、风险决策以及其他选择。这些问题所涉及的范畴很窄，主要包括营销、金融、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政策等，比如产品和服务的不同定价方式、个人财务决策、人们对税收政策变化的反应等。而为了预测宏观经济和股票市场，我们需要发展一种普遍适用的分析方法，但不能像某些经济评论家那样，把这种适用范围较广的分析方法与上述对特定问题的研究混为一谈。为普通的企业经理、投资者或政策制定者提供可信的、便于理解的、可操作的方法，使得他们能够在实践中使用这些方法进行预测，这方面的研究至今仍未取得重大进展。假如理论家不能说明理论假设和方法已经在过去的经济周期中持续、有效地指导了经济发展，人们又怎能不质疑：借助这些理论和方法能预测第二年的经济走势吗？

经济理论家热衷于追求理论研究以及对自己智慧潜能的挑战与赞誉，为此，他们已经获得了足够的回报。但对商业人士和投资者来说，他们需要系统而具体的方法，用于判断当前经济处在周期的哪个阶段，预测经济形势如何变化。毫无疑问，在特定经济条件下的人类行为等研究上，行为经济学将继续取得重要进展，而我们需要从实践角度寻找一种易于理解的、可以进行实证研究的统计方法，这种方法能够从宏观和行业两个层面来预测消费支出和其他经济活动。显然，行为经济学所研究的内容不同于我们的工作。

我们不应该考虑心理分析，而应该继续研究如何运用消费者的实际工资，有效地预测处于经济周期最前端的消费支出何时上升和下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 10 章

实际收入

经济的动力之源

前面章节指出消费支出位于经济周期的最前端，讨论了预测消费支出的三条重要原则，以便抓住主要影响因素。

- 没有证据表明**软因素**有助于预测消费支出的上升或下降趋势，其中包括消费者信心指数以及其他专门针对消费者心理的观测结果等。我们必须撇开个人感觉和情绪等因素，坚持使用消费者真实的收入或消费能力等数据，来预测未来的经济拐点。这些数据指标主要由工资（单位时间收入）和薪水组成，当我们试图描绘消费需求时，它们是最值得也是最应该关注的指标。
- 就业（岗位数）是经济中滞后变化的指标，所以我们在预测消费需求时不应考虑这项指标。虽然从感觉上看，每个人都离不开工作，但在预测时，必须把这些感觉放在一边。
- 如图10-1所示，单位工人的消费能力，才是预测消费支出上升、下降和拐点的最重要的、从过去看也是最有效的领

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

先指标，这项指标应该作为重点分析对象。

由于就业人数占劳动力总数的比重为93%～96%（即失业率是4%～7%），所以单位消费支出增长的关键决定因素就是这些就业者的**单位购买力**（unit purchasing power）或**实际工资**的变化，而不是**就业人数**（或**失业率**）的边际变化。在美国，2004年总就业人数约为1.39亿人，其中，大部分就业者在过去3年中都有工作（即没有成为失业者）。多数情况下，这些人消费能力增长率的变化所造成的影响，远远超过失业人数增长1～2个百分点的影响，所以前者是消费支出增长的一个重要决定因素。

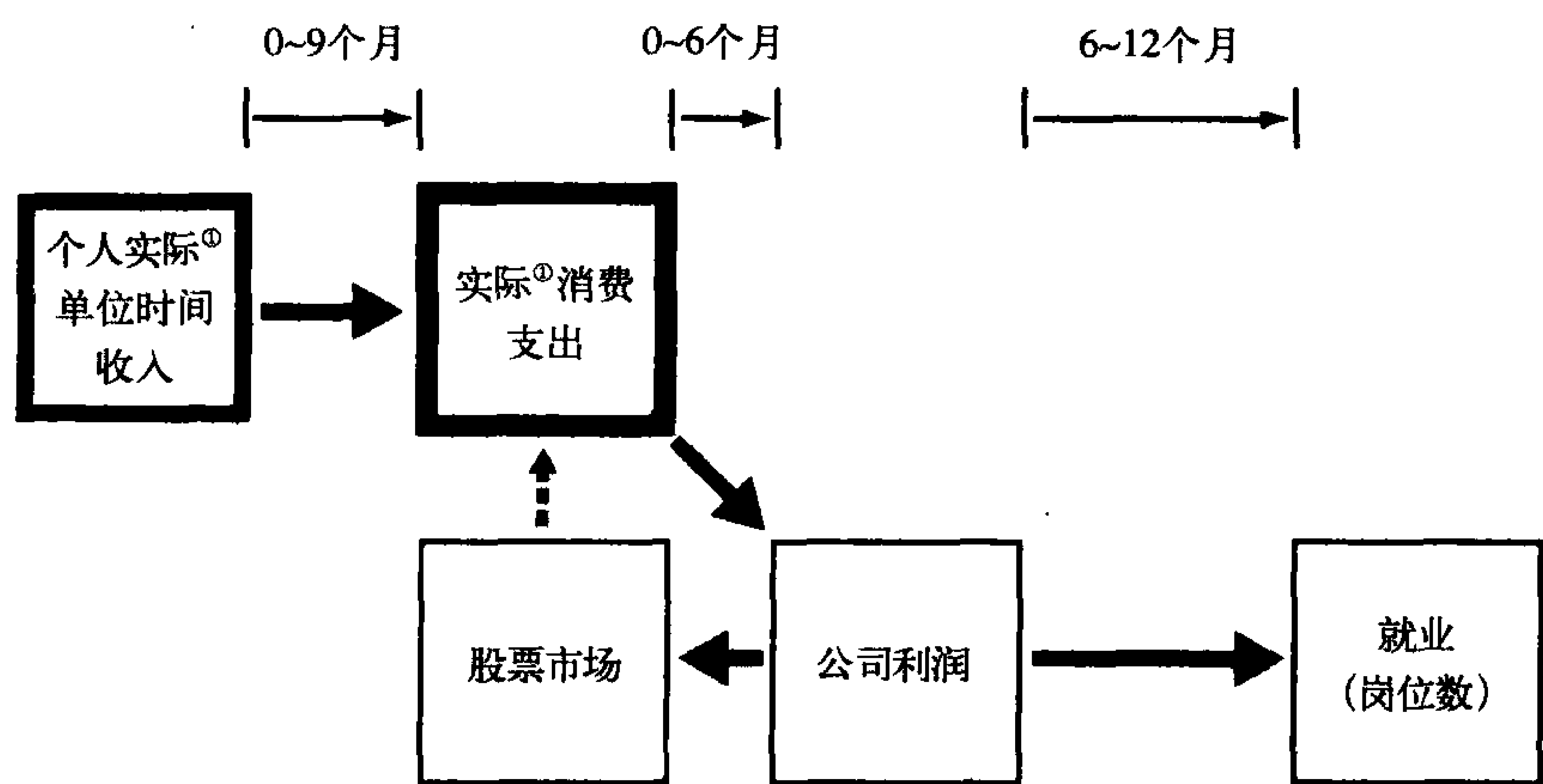


图10-1 时间表：实际单位时间收入驱动消费支出、公司利润和股票市场

① 经过通货膨胀调整。

本章将阐述如何利用美国劳工统计局公布的**实际平均单位时间收入数据序列**，衡量预测所需的就业者购买力。这个序列不仅是消费支出唯一的、最可靠的领先指标，也是预测经济和股票市场大致走势的理想指标之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.1 个人收入如何驱动消费支出

在着重分析实际平均单位时间工资序列之前，我们先来考察美国消费者收入的来源。在美国，2004年**个人收入**（即个人创造的所有收入）总计97 000亿美元，其中，工资和薪水所占比重高达56%，为54 000亿美元，是个人收入中最重要的组成部分，而个人收入的其他组成部分远没有工资和薪水重要。图10-2用2004年的数据，以最简单的方式说明了从个人收入到消费支出的计算流程。

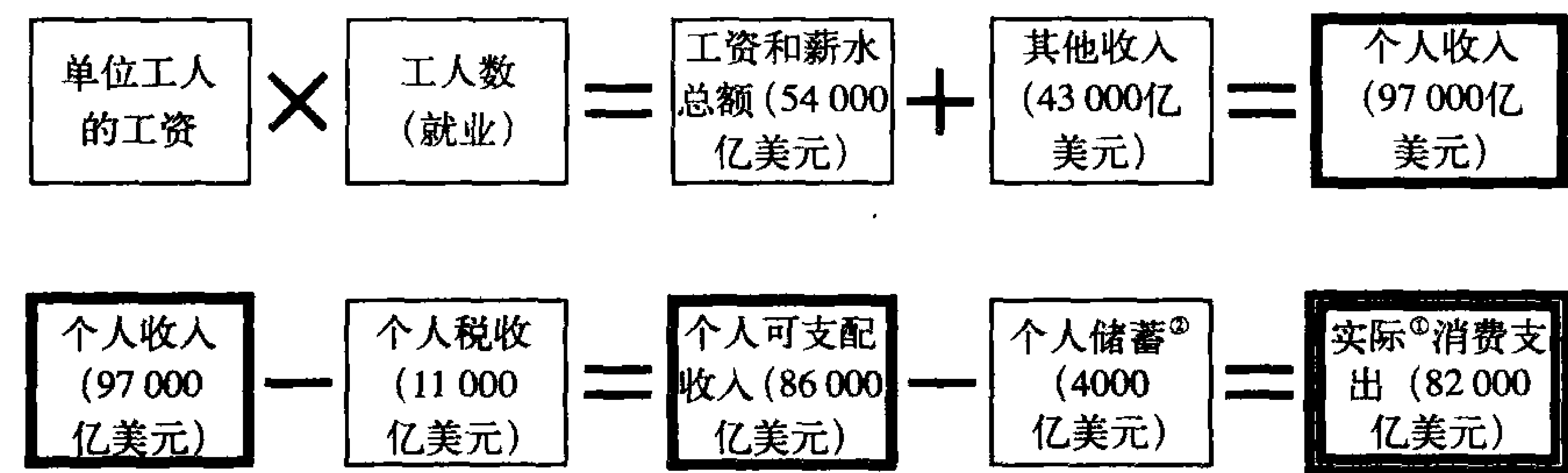


图10-2 2004年的工资、个人收入和实际①消费支出（PCE）

① 经过通货膨胀调整。

② 这里，个人储蓄的数据是个人储蓄、个人利息支付和当期个人转移支付之和。

资料来源：收入来自Bureau of Labor Statistics；PCE来自Bureau of Economic Analysis。

2004年，美国个人收入97 000亿美元减去个人税收和其他非税支付11 000亿美元，得到个人可支配收入（税后收入）86 000亿美元，其中95%即82 000亿美元用于消费支出。扣除少数其他项目后，个人储蓄还不足1020亿美元，**储蓄率**（储蓄与个人可支配收入的比率）仅为1.2%，[1] 2004年的储蓄率是历史上最低的，与大多数发达国家较高的储蓄率相比，美国的储蓄率要低得多。

需要强调的是，工资和薪水占个人收入总和的比重达到56%，为54 000亿美元，在82 000亿美元的消费支出中占有重要地位。“注释”第9章中把个人收入形象地比喻为流入消费者消费能力池塘的一股溪流，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

接着个人收入又流向下游的实际发生的消费支出溪流。图10-3直观地说明了在个人收入中工资和薪水的相对重要性以及它们与消费支出的关系。

消费能力作为消费支出的主要影响因素，其优势在于影响消费能力的个人收入直接流入了消费者口袋和支票账户，能立即用于消费，而工资和薪水占个人收入的比重较大，可以代表消费能力。这样，预测消费支出时优先考虑的因素是工资和薪水，而不是**财富**因素，如股票投资组合和住房的价值等，因为消费者需要采取具体变卖措施，并在市场上交易才能将这些财富变现。

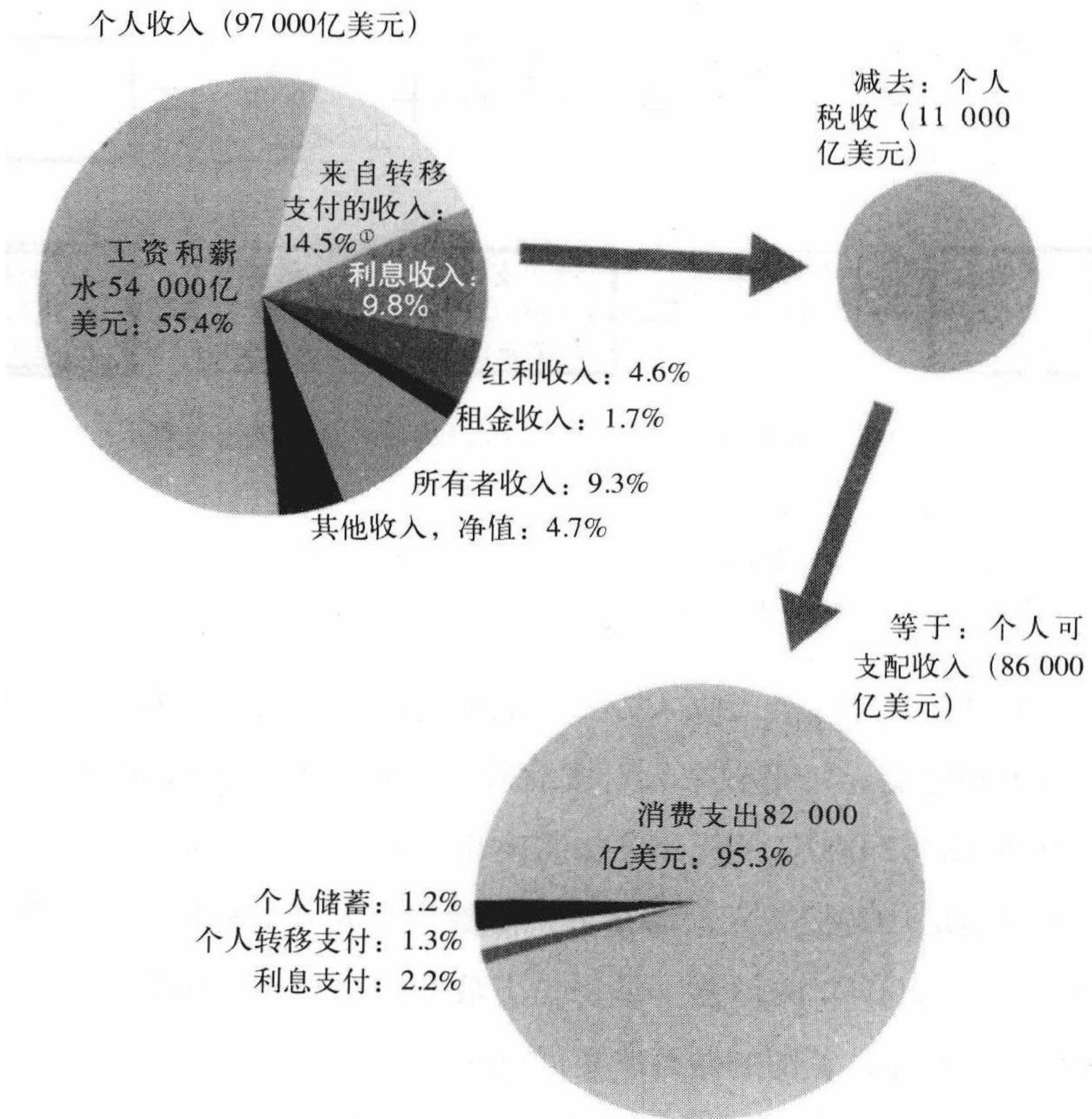


图10-3 2004年的个人收入：消费支出的源泉

① 政府向个人的转移支付。

资料来源：Bureau of Economic Analysis。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10.2 实际平均单位时间工资：最佳指标

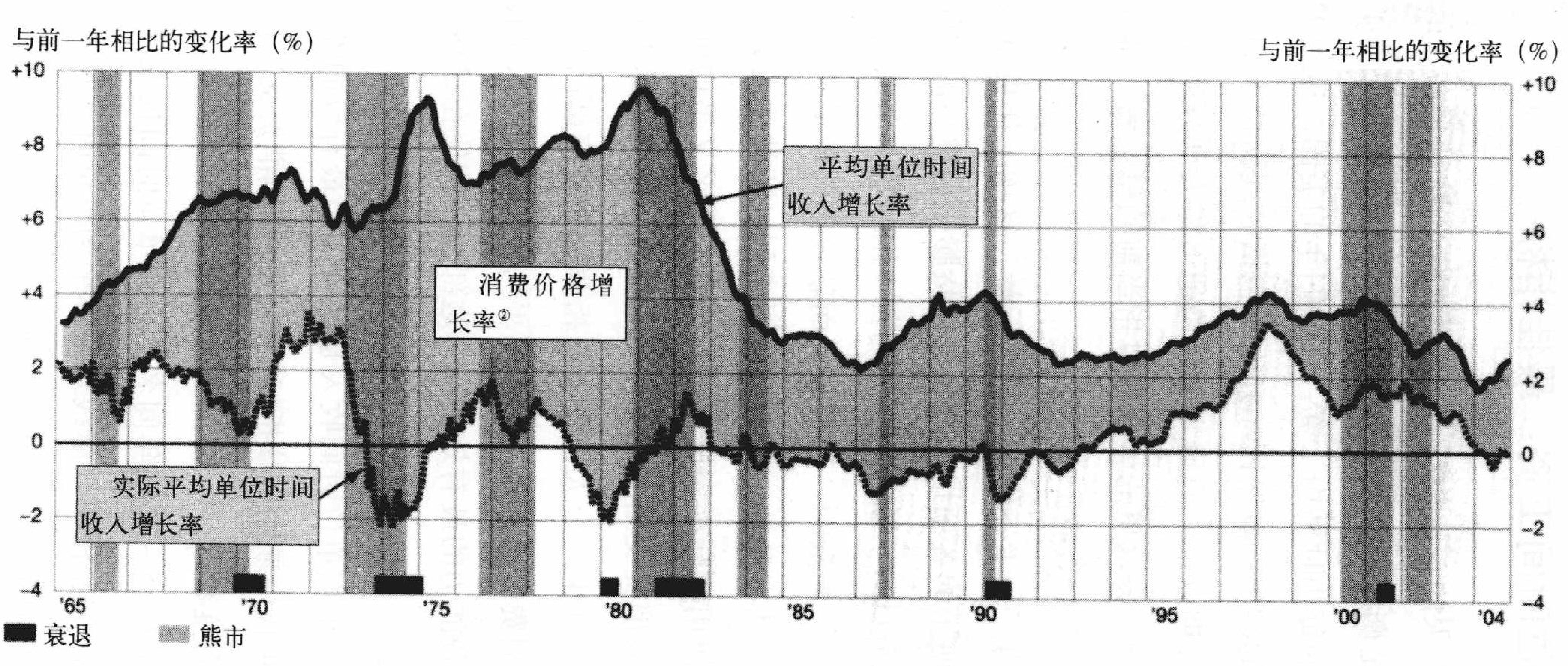
工资和薪水代表了个人的单位购买力，而美国劳工统计局公布的平均单位时间收入序列是衡量单位购买力的最佳指标。该序列记录了非管理岗位上全职工人的每小时平均工资，在2004年的美国，这类工人人数占全部就业人数的64%。虽然该序列没有包括管理岗位上的工人和高层管理人员，但长期以来，它通常被认为是追踪大部分就业人口工资增长的有效衡量指标，这里的就业人口指**当前的就业者**，排除了就业者**人数**变化产生的滞后效应。

然而，衡量购买力的下一步工作是计算实际量，这项工作更重要一些。通常，经济预测使用的各项指标是经过通货膨胀调整后的实际量（或单位量），例如**实际**GDP、**实际**PCE（消费支出）等。美联储公布的工业生产就是用某单位衡量的一种指数，而就业作为最受人们关注的经济数据序列之一，其本身是一个名义数据序列（即就业人数）。预测实际消费支出必须使用**实际**平均单位时间工资，用名义平均单位时间收入等名义量除个人消费支出（PCE）平减指数，得到实际平均单位时间收入等实际量，其中，个人消费支出指数是被政府部门和经济学家广泛使用的一种消费价格指数，而实际平均单位时间收入是衡量绝大部分人的单位消费能力的最有效指标，这部分人即使在经济滑坡时仍然保持就业状态。

经验证据证明，实际平均单位时间收入是消费支出最有效的唯一领先指标。自20世纪70年代中期发现该指标能较好地预测消费支出后，我一直在追踪该序列的月度数据。

图10-4中，实线表示1965～2004年间名义平均单位时间收入（用美元衡量）与前一年相比的变化率，虚线是**实际**平均单位时间收入与前一年相比的变化率，其中实际平均单位时间收入变化率等于名义平

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



通常，平均单位时间收入（用美元衡量，实线）剔除消费价格变化后得到实际平均单位时间收入或个人单位购买力（虚线），而消费价格增长率的变化会显著地影响实际平均单位时间收入。

图10-4 通货膨胀如何影响实际①平均单位时间收入增长率

① 经过通货膨胀调整。

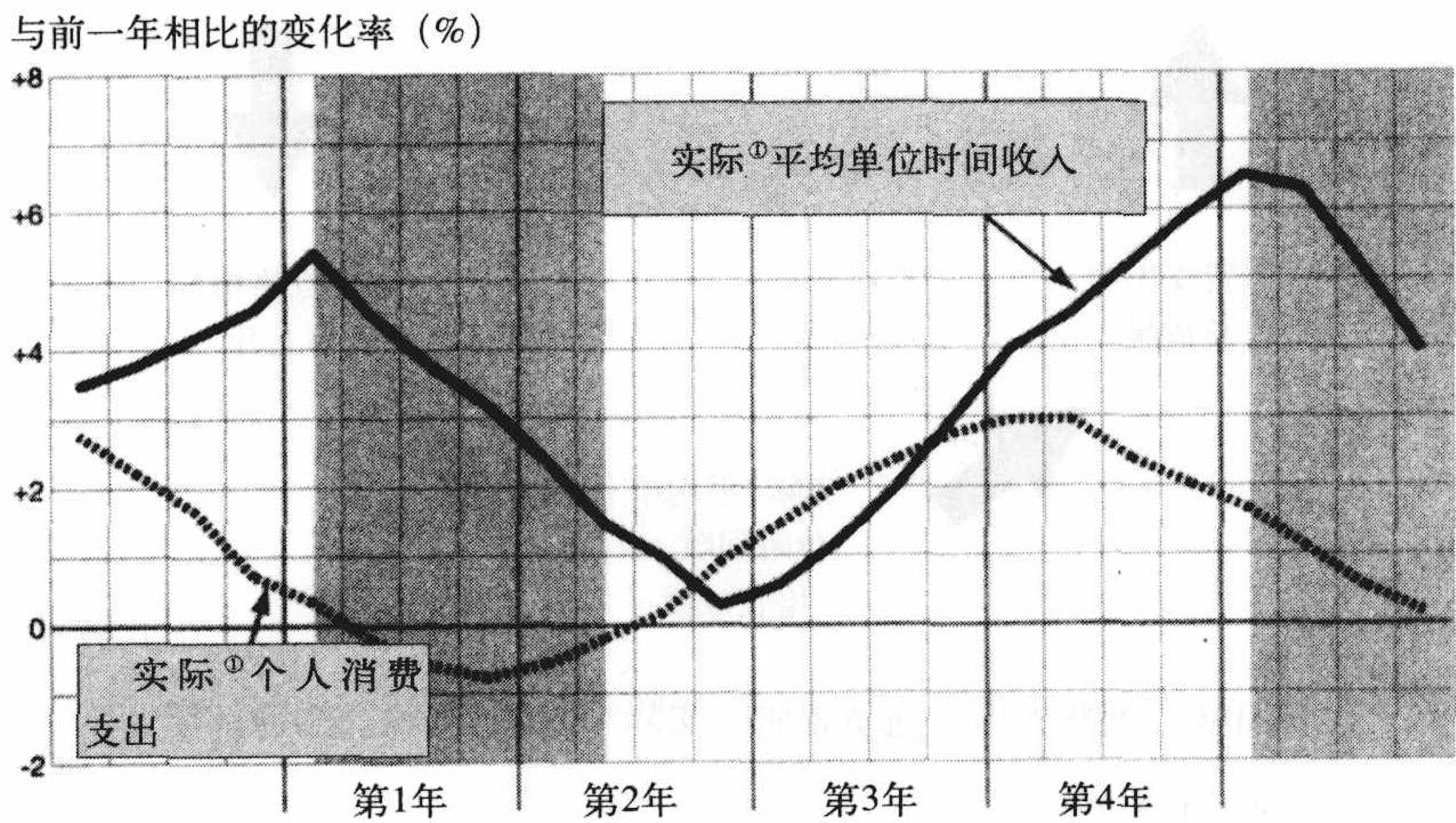
② 个人消费支出（PCE）平减指数。

资料来源：单位时间收入增长率来自Bureau of Labor Statistics；PCE平减指数来自Bureau of Economic Analysis。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

均单位时间收入增长率减去用PCE平减指数衡量的消费价格增长率，实线和虚线之间的阴影区域表示PCE平减指数。剔除通货膨胀影响的序列，即实际平均单位时间收入，是个人单位时间收入购买力最好的衡量指标。从图10-4中可以看出，在过去40年中，个人实际平均单位时间收入的同比变化率在−2%～4%间波动，其中，消费价格增长率是最易变的序列。

下面考察图10-5，分析在典型周期中实际平均单位时间收入的变化如何领先于消费支出。虚线代表实际平均单位时间收入与前一年相比的变化率，实线表示实际消费支出与前一年相比的增长率。从图10-4中可以看出，实际平均单位时间收入的同比变化率通常在−2%～4%间波动，而实际消费支出同比变化率的波动幅度稍微大一些，通常为0～6%，前文的图表已经说明了这一点。



熊市

个人实际平均单位时间收入的同比变化率（虚线）通常在−2%～3%间波动，该变化率是实际消费支出变化率（实线）的可靠指标，其中实际消费支出的波动幅度更大。消费支出增长开始放缓时，股票市场下跌，所以实际单位时间收入也是股票市场走向的有效领先指标，尤其是在熊市发生之前。

图10-5　典型周期：实际①平均单位时间收入如何领先于实际①消费支出

① 经过通货膨胀调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在消费支出同比增长率达到峰值之前的6～12个月，由于消费支出增长强劲引起通货膨胀率上升，所以实际单位时间工资增长率开始放缓。几个月后，由于购买力下降，消费支出增长率也放缓，如图10-5中典型周期的第1年所示。通常，这种增长放缓会持续1年或更长时间，直至消费需求下降并引起通货膨胀率降低为止，此时，实际平均单位时间收入增长率开始复苏（如图10-5中的第2年）。接下来，这种复苏又导致消费支出增长率回升并再次达到经济周期的峰顶（第3年）。上述过程反复循环出现，如图10-6所示。[2]

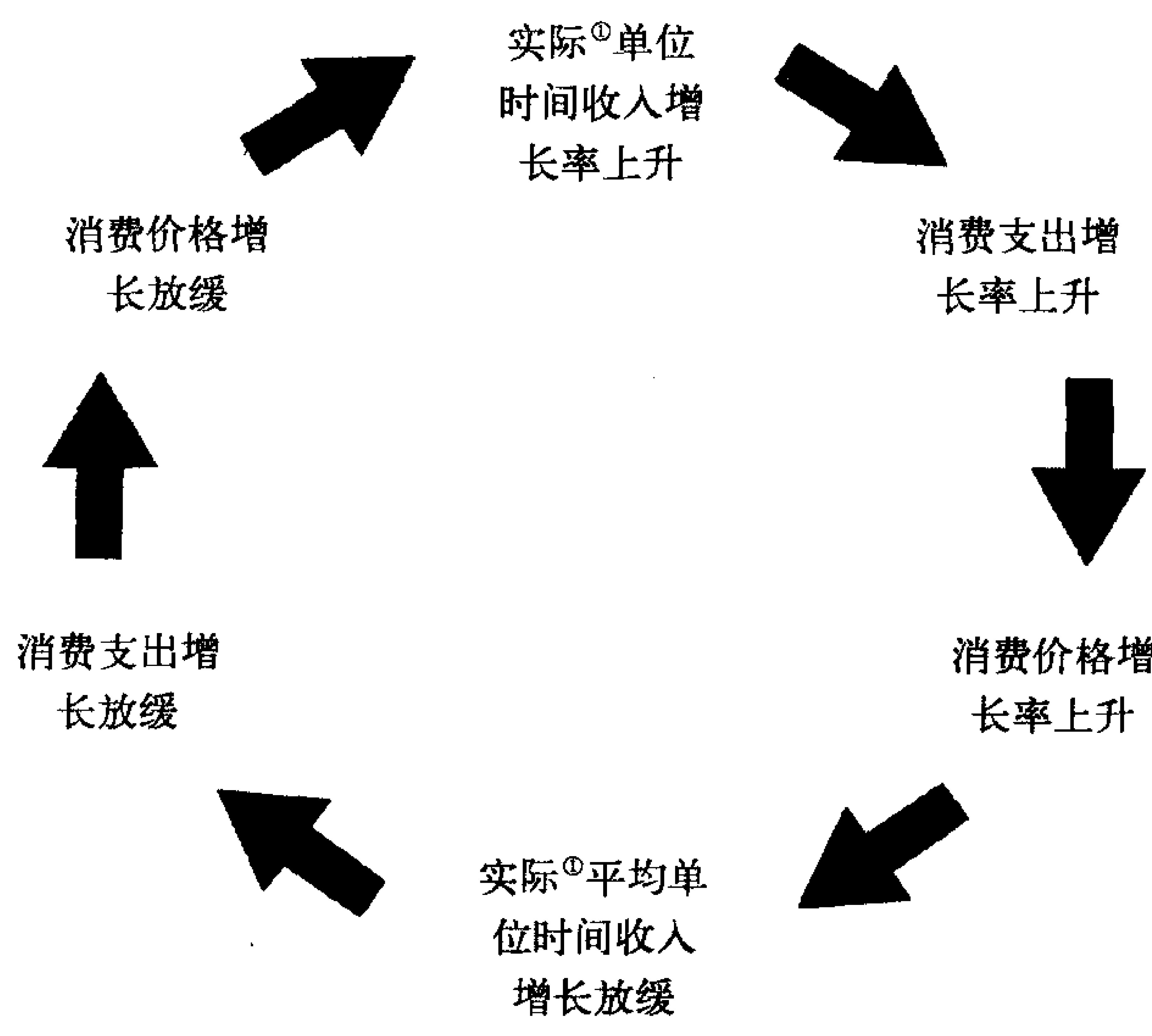


图10-6 消费支出、通货膨胀、实际①单位时间收入的循环图

① 经过通货膨胀调整。

如图10-5所示，典型周期图较好地说明了问题。接下来，考察美国现实经济中，1965～2004年间实际平均单位时间收入的同比变化率（见图10-7）。图10-7比较了实际平均单位时间收入与实际消费支出的同比变化率，是为了分析实际单位时间收入能否预测实际消费支出的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关键拐点（需要强调的是，消费支出占美国经济的比重超过了2/3）。

需要说明的是，这张图在本章出现了4次，而每次的分析内容和解释各不相同，这一点十分重要。

图10-7中，虚线代表个人实际平均单位时间收入与前一年相比的增长率，实线是实际消费总支出与前一年相比的增长率。仔细观察此图，虚线上升或下降的走向能否较准确地预测实线的走势？答案是肯定的。实际单位时间收入的同比增长率下降6～9个月或更长时间，通常预示着消费支出增速即将下降，如图10-7中的箭头所示。

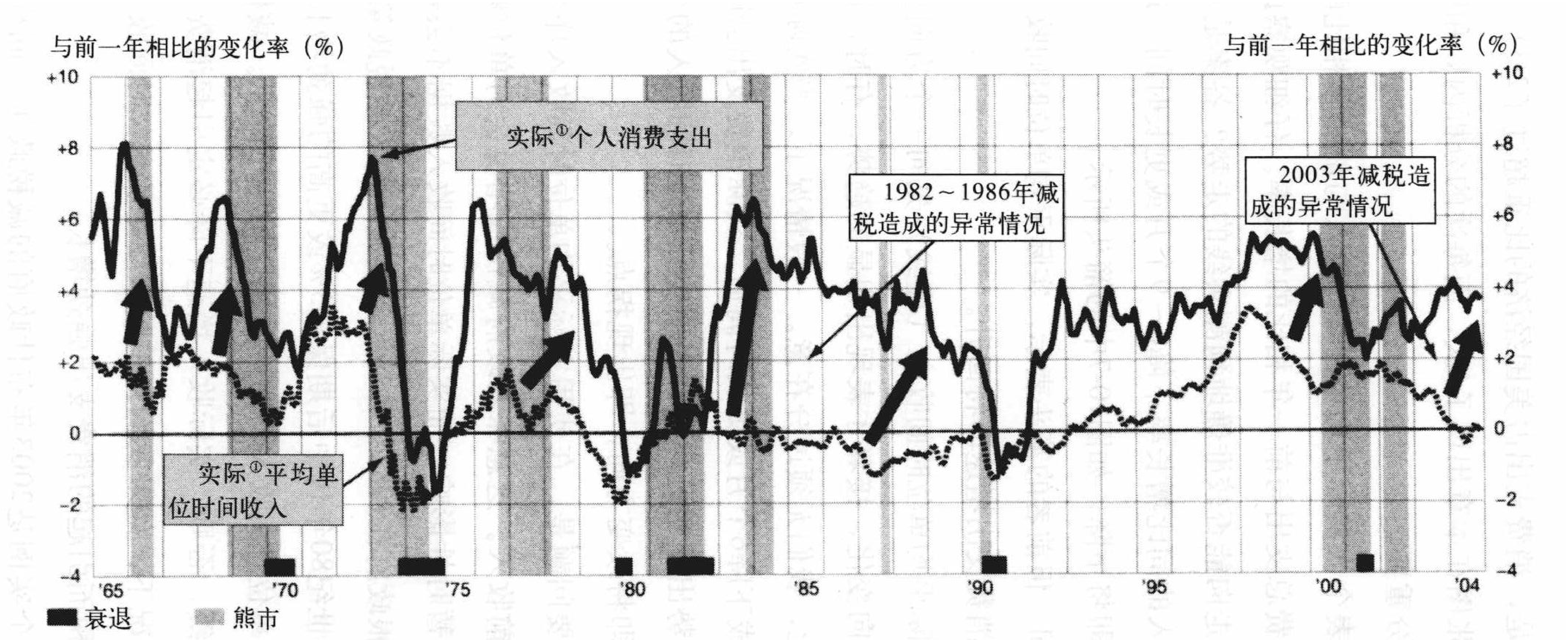
图10-8与图10-7相同，但前者的箭头表示，实际平均单位时间收入同比增长率上升预示着消费支出增速即将回升。

需要说明的是，实际平均单位时间收入（虚线）先向一个方向变动，而后再向另一个方向变化，接着才表现出明显的趋势，有时，这会造成一种假象，[3]对此，我们无须过分在意。一般情况下，当实际单位时间收入增长率上升或下降6个月或更长时间后，实际消费支出会随之变化。两个序列的走势出现明显背离，说明实际单位时间收入的变化预示着消费支出增速即将改变方向，即出现拐点。、

必须强调的一个重要问题是，在使用实际平均单位时间收入序列时，单位时间收入是**税前**收入。这意味着政府减税或增税会对单位购买力的同比变化率产生暂时性影响，而实际单位时间收入数据不会反映这种效应。例如，里根政府在1982年和1986年实施了两大减税政策，使得消费支出在整个20世纪80年代中后期保持3%或更高的强劲增长，尽管（税前）实际平均单位时间收入与前一年相比增速下降了。减税避免了消费支出增长放缓，否则，实际收入增速下降必定引起消费支出增长减缓。在这种情况下，如果我们只追踪实际平均单位时间收入序列，就可能低估因减税而引起的消费支出强劲增长。

近来税收调整的一个实例是2003年布什政府的减税政策。同样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实际单位时间收入同比增长率下降1年或更长时间，通常是消费支出同比增长率下降的可靠领先指标。实际单位时间收入的变化很早就预示了2000～2002年的经济滑坡。

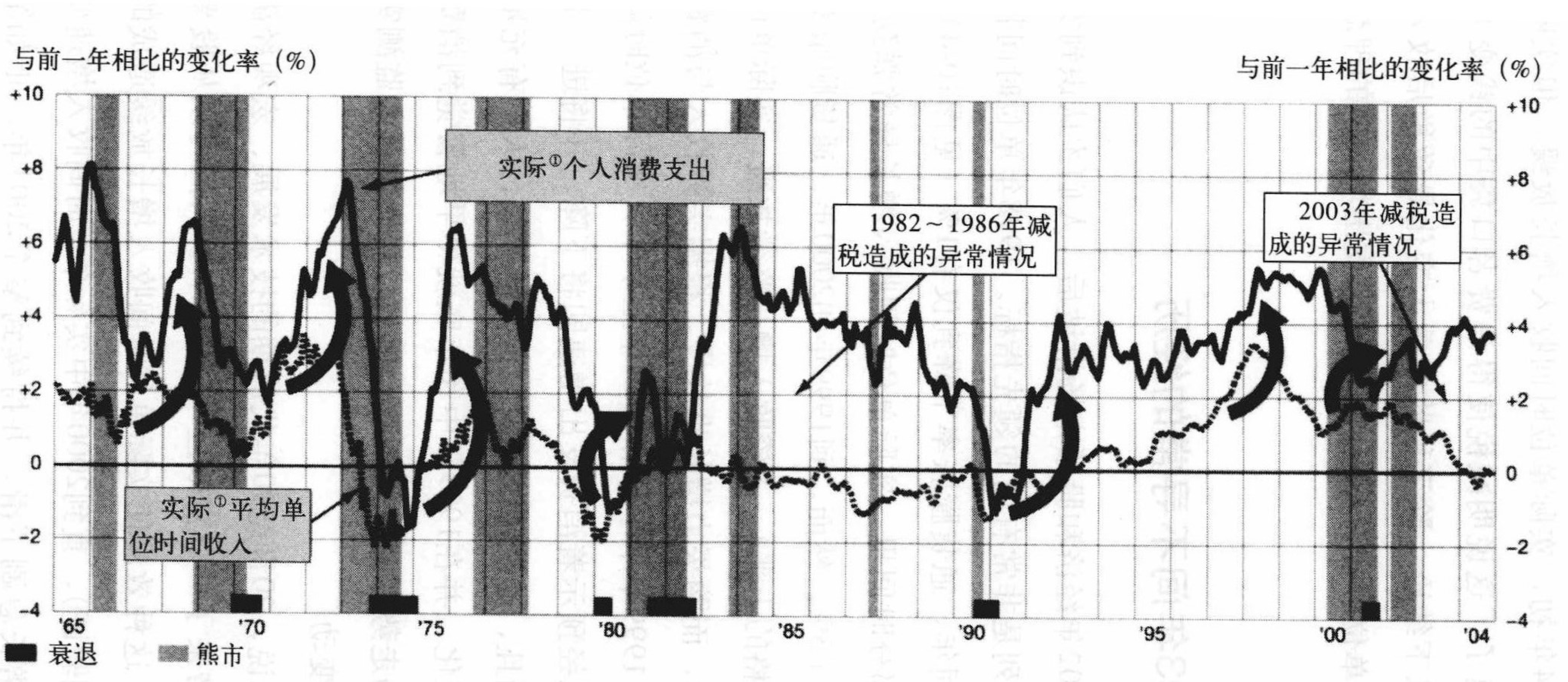
公布的实际单位时间收入是税前收入。美国联邦税收在20世纪80年代中期和2003年减免，因此，尽管实际收入增长放缓，但减税带动了消费支出在这两个时期强劲增长，从而形成了异常情况。

图10-7 实际①单位时间收入：实际①消费支出（PCE）增速下滑的最佳领先指标

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：收入来自Bureau of Labor Statistics；PCE来自Bureau of Economic Analysis。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



长期以来，实际单位时间收入的变化也是消费支出增速上升的领先指标。

公布的实际单位时间收入是税前收入。尽管在20世纪80年代中后期和2003年，实际单位时间收入增长放缓，但是实际消费支出显然表现出不同寻常的强劲增长，这要归因于1982～1986年和2003年的减税。

图10-8 实际①单位时间收入：实际①消费支出（PCE）上升的最佳领先指标

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：收入来自Bureau of Labor Statistics；PCE来自Bureau of Economic Analysis。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管从2003年中到2004年初，实际单位时间收入增长放缓，但实际消费支出增长确实加速了，这说明减税使得消费者口袋中的钱变多了。至此，可以得出以下结论：**除了税收的重大变化导致税后收入明显变动外，实际平均单位时间收入变化率是消费支出增长率的理想领先指标。**[4]

10.3 2000～2003年间不寻常的经历

在经历了2000～2002年经济和股票市场滑坡后，人们才认识到实际平均单位时间收入序列是非常有用的领先指标。1998年单位时间收入的增长率大于4%，同年，通货膨胀率下降到仅有1%（见图10-4），这导致在1998年的大部分时间里，实际单位时间收入增长异常强劲，与前一年相比增长超过了3%。然而，到1999年和2000年，通货膨胀率上升（这归因于能源价格的上涨），工资收入增长略微放缓，实际单位时间收入增长不断减缓，而购买力增长也放慢。根据实际收入与消费支出在历史上的关系，1999年下半年和2000年上半年，实际单位时间收入变化率持续下滑已经预示着消费支出增速即将下降，并将进一步引起经济增长放缓。而且，这次预警时间比正常情况长，人们有充足的时间监控实际收入变化，并在1999年中和年底就尽早地警觉到消费支出、经济和股票市场走势即将转为下跌，但是，居然没有人监测实际单位时间收入序列的变动！

对大多数美国人来说，20世纪90年代后期的技术发展、宏观经济增长和股票市场繁荣带来了“财富效应”，这预示着人们可以从股票市场上获得超常利润。这种效应使实际单位时间收入增长放缓造成的影响推迟了（但未得到验证），直到2000年中实际单位时间收入增速变动才驱动着消费支出增长急剧下滑，并持续到整个2001年。正如第

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

7～8章分析过的，这又必然驱动着工业生产、资本支出、公司利润和股票市场的更大幅度下降。[5]

假如能够认识到实际平均单位时间工资可以预测消费支出，那么，在20世纪90年代经济和股票市场繁荣即将结束之前，企业经理一定会减少存货和经营费用，而投资者也会减少股票持有量。事实上，记得在1999～2000年初，朋友们曾经批评我，说我对经济繁荣的反应过于迟缓，但我却幸免于接下来出现的经济衰退和股市低迷，并因此得到了回报。

同样给我留下深刻印象的是，2000年大部分时间和2001年上半年，通货膨胀率下降带动实际收入不断上升，而在2001年的大部分时间中，当经济中普遍存在悲观情绪时，实际单位时间收入已经闪现出乐观信号。2001年9月初，即便在9月11日的世贸中心灾难之前，经济增长的急剧下滑使得大多数观察者相信，消费支出即将进一步下降。然而，2001年实际工资不断上升已经预示着典型就业者的消费能力正在加速上升，在这场波及面最广的全国性惨剧后，2002年上半年实际消费支出超出所有人的预期，转而加速上升。紧接着，从2001年9月11日开始低迷了10天后，股票市场上升，到2004年1月初的过渡性峰顶时已经上升了21%。尽管十多年来，失业不断上升，消费者信心急剧下降，但是2002年消费支出却加速了。这些事实说明，作为实际消费支出的领先指标，实际平均单位时间收入具有极强的预测能力。

如前文提到的，由于燃料和部分其他商品价格上涨，2005年初实际单位时间工资增长率继续出现明显下滑。此外，2003年的减税政策已经实施了一年多，不会再提高消费能力。2004年上半年实际消费支出增长率超过了4%，与之形成对比的是，实际单位时间工资增长明显减缓，这说明消费支出增长率即将减小，其他指标也会随之变化。这是典型的负向背离，其中，当滞后指标趋于上升时，领先指标表现出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

急剧下降的走势，并发出很强的预警信号。

有时，实际平均单位时间收入等领先指标没有明显的上升或下降趋势，对滞后指标的预测含义也是模棱两可的。然而，如果这些领先指标的走势很明确，要么上升，要么下降，我们就应该关注并跟踪它们，当前似乎正是这种情况。

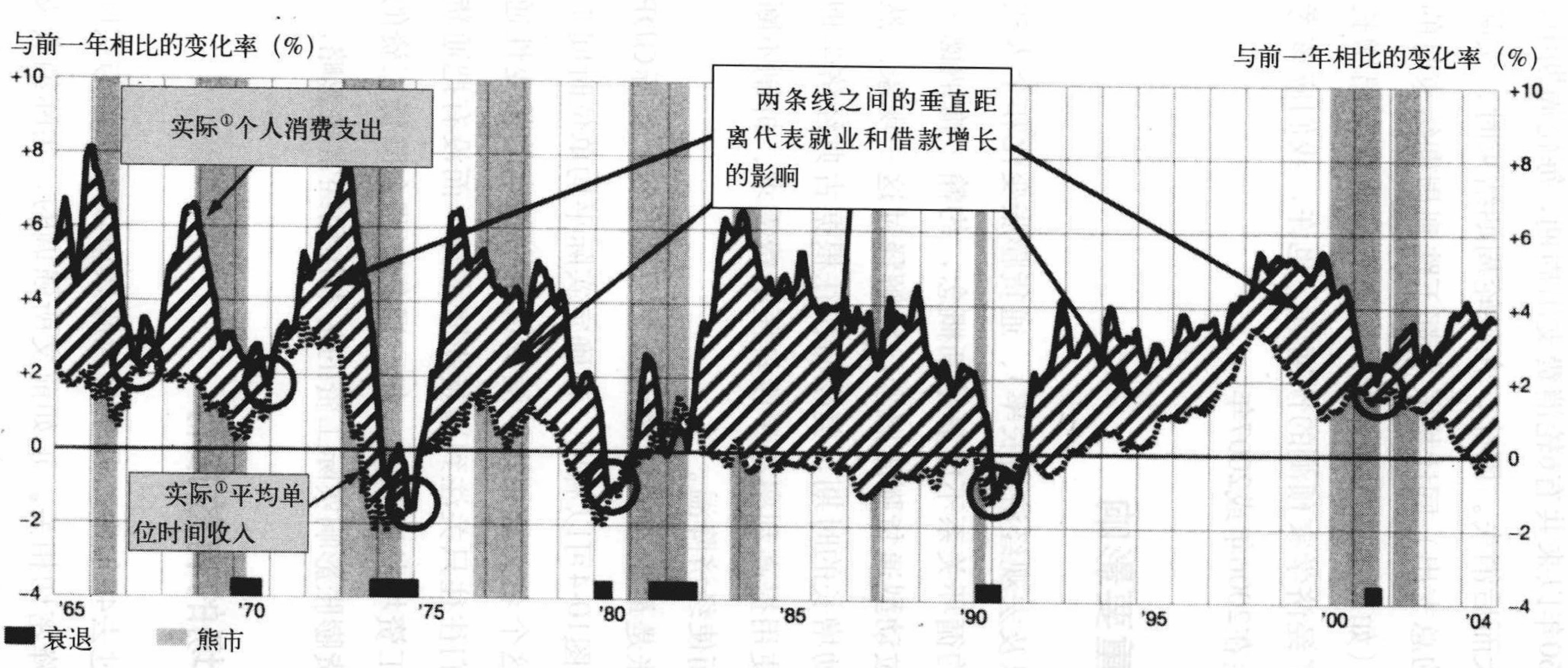
10.4 就业和借款对实际工资的杠杆效应

多年的经验还表明，实际平均单位时间收入同比变化率与实际消费支出同比变化率之间在数量上也存在一定的关系，这种关系有助于从波幅和波长两个侧面说明经济周期的规模。借助图10-9，我们能够直观地分析这个问题。需要注意的是，实际消费支出同比增长率（实线）总是大于实际平均单位时间收入同比增长率（虚线）。

如图10-9中斜线区域所示，两条线之间的垂直距离表示二者增长率之差，主要由两部分组成：(1）就业增长，即能够领取工资（单位时间每小时收入）的人数；（2）消费借款增长，它是消费者消费能力的又一种非工资来源。换句话说，就业和消费借款的增长引起消费能力上升，对就业者单位时间收入的增加具有“杠杆效应”，使宏观经济中的实际消费支出增长率进一步上升。在经济周期的起点，实际单位时间收入增长，消费支出开始以较快速度增长，而强劲的消费支出影响了整个经济，就业和消费借款开始增加，当就业和消费借款增长率达到峰值（通常为3～4个百分点）时，经济周期也处于最繁荣的时期。

然而重要的是，如图10-9中的圆圈所示，在经济周期的终点，就业和消费借款停止增长，实际个人消费支出与实际平均单位时间收入之间的增长率差异也随之消失，实际消费支出增长率迅速下降到就业者实际单位时间收入的增长率水平上。[6]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实际个人消费支出增长率（实线）与实际单位时间收入增长率（虚线）之差主要由两部分构成：(1) 就业增长，它会引起消费者收入增加；(2) 消费借款增长，这些借款主要用于消费支出。在典型周期中，消费支出上升的初期和中期，两个增长率之差变大了。然而，每次经济和消费支出滑坡的后期，就业和消费借款的同比增长率通常同时回落到“0”，这导致实际个人消费支出增长率下降到实际平均单位时间收入增长率的水平（如图中圆圈所示）。

图10-9 就业和借款增长对实际①单位时间收入的“杠杆效应”

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：收入来自Bureau of Labor Statistics；PCE来自Bureau of Economic Analysis。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如图10-9所示，自1960年以来共有6轮消费支出周期，每轮周期中，二者增长率的差异先扩大而后消失。因此，在每轮周期结束时，实际消费支出（所有消费者的总支出）同比增长率都下跌到周期结束时的实际收入增长率水平上（如图中圆圈所示），这就使得消费支出增长率的下降幅度远远超过了经济学家预测的预期值。也许，我们应该考虑类似的情况是否会发生在2006年或2007年。

10.5 通货膨胀的重要影响

消费支出增长率（以及宏观经济增长率）、通货膨胀变化和个人实际工资增长率之间存在的循环关系不能算是新概念，约翰·梅纳德·凯恩斯的理论以及**需求拉动型**通货膨胀概念已经解释过这一现象。然而，近年来，在经济强劲增长的时期，美联储往往根据古典经济学理论制定政策，这些政策使用提高利率等手段打压消费需求、抑制不断上升的通货膨胀率，从而使经济降温。

毫无疑问，通货膨胀是最重要的经济指标之一（当然，实际GDP也是最重要的指标）。从图10-4可以看出，在确定实际平均单位时间工资时，与单位时间收入这个名义量相比，消费价格增长率的易变性通常更强一些。然而，人们往往只关注到通货膨胀本身，而没有把通货膨胀与剔除通货膨胀的工资增长联系在一起。通货膨胀会降低工资的购买力，换句话说，通货膨胀影响实际工资的基本作用经常被忽略。

10.6 预测股票市场的有效指标

从经验证据上看，过去40年中，几乎每次股票市场下跌都与实际消费支出同比增长率下降密切相关。正如前文所强调的，实际消费支出增长率上升或下降不仅驱动了工业生产、资本支出和公司利润的增

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长率，也显著地影响着股票市场的走势。因此，作为消费支出的理想领先指标，实际单位时间收入也是预测股票市场走势的有效领先指标。

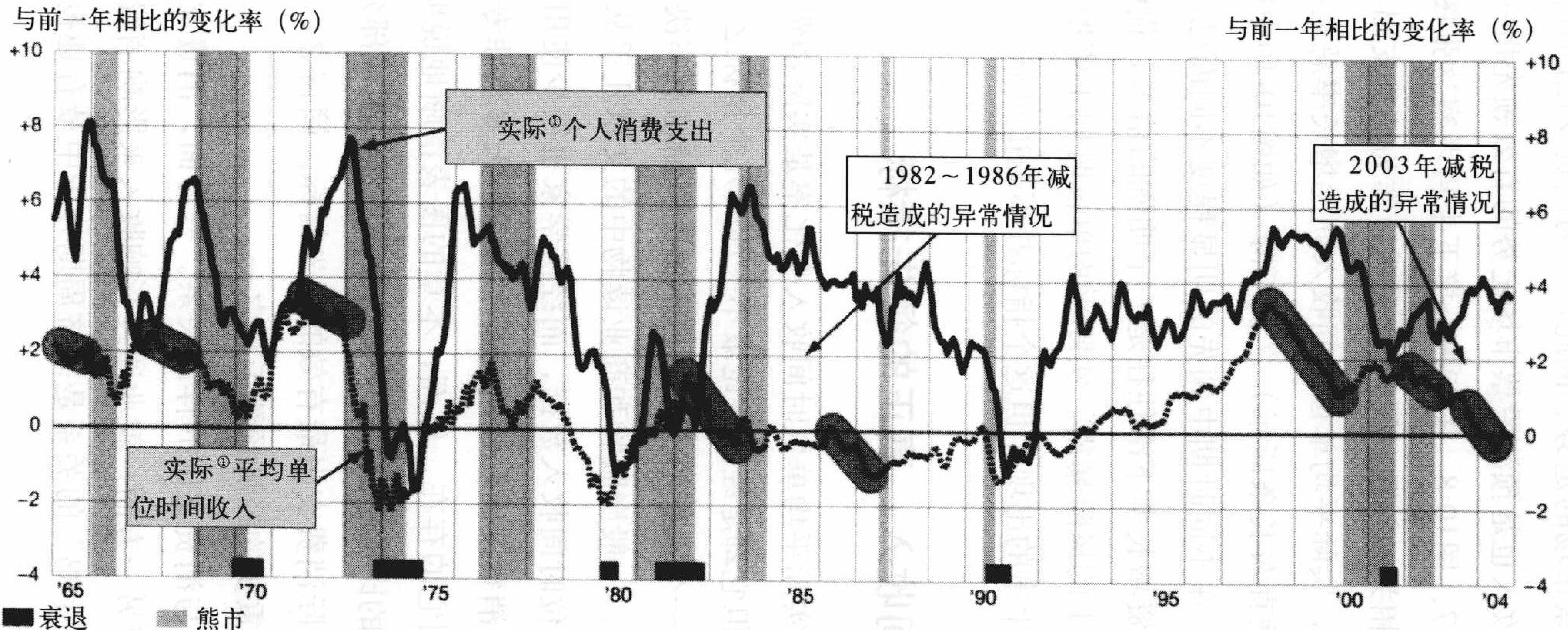
前文已经分析了图10-7、图10-8、图10-9，接下来再考察这张图，这次主要分析与股票市场相关的问题。图10-10表明，作为消费支出增长率下降的可靠领先指标，实际平均单位时间收入同比增长率总是在熊市出现（如图10-10中垂直灰长条所示）之前下降（如图10-10中椭圆形阴影所示），只不过，在不同时期中领先的明显程度不同而已。[7] 简言之，实际单位时间工资增长率下滑往往是一个明确的信号，提醒人们应该减少在股票市场上的风险暴露。实际平均单位时间工资增长率上升也可以被用于预测牛市的出现，但这个指标并不是很可靠。

10.7 实际单位时间收入：真正的领先指标

令人惊讶的是，虽然实际平均单位时间收入变化率是实际消费支出未来走势的重要信号，但它却是经济评论最不关注的几个指标之一，因为它既不像失业那样是一个敏感的指标，也不像美联储的利率决策那样神秘得让人琢磨不透。一般出版物和商业读物中的文章几乎从来不谈及每月公布的实际单位时间收入数据，而经济学家也很少使用实际单位时间收入作为预测消费支出和经济的基本指标，大多数非专业经济观察者甚至意识不到它的存在。然而，本章的图表清晰地说明，消费支出占全部经济活动的比重超过2/3，并驱动着其他经济组成部分，而实际单位时间收入是实际消费支出最有效的领先指标。简言之，实际单位时间收入序列是最重要的经济预测工具之一。

第11章阐述就业及其与消费支出的悖论关系。一方面，消费支出领先于并驱动着就业，而另一方面，就业通过影响收入来影响消费支出。这种“鸡生蛋还是蛋生鸡”的关系是经济周期分析中最有趣也是最受人质疑的问题之一。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



宏观经济增长总是随消费支出变化而变化，而实际①单位时间收入同比增长率下降通常是消费支出同比增长率（实线）即将下降的可靠领先指标，也是股票市场即将下跌（如图中垂直灰长条所示）的信号。

公布的实际①单位时间收入是税前收入。尽管在20世纪80年代中后期和2003年，实际单位时间收入增长放缓，但是实际消费支出显然表现出不同寻常的强劲增长，而上述时期的股票市场也没有出现严重的熊市，这要归因于1982～1986年和2003年的减税。

图10-10　实际①单位时间收入：股票市场下跌的有效领先指标

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：收入来自Bureau of Labor Statistics；PCE来自Bureau of Economic Analysis。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 11 章

就业与失业

具有欺骗性的滞后经济指标

如果人们有工作，就有可能去商店购物，从而带动消费支出和经济增长。因此，就业（或岗位数）驱动了经济增长，是不是这样呢？

但是，众所周知，经济下滑时雇主开始裁员，而只有当经济好转后，他们才重新雇用工人。所以，经济增长（其中消费支出占经济总量的2/3）驱动着就业，这种说法正确吗？

这两种说法中哪一种是正确的？

实际上，两种说法都正确。如图11-1所示，在界定各经济指标在经济周期中如何相互影响时，第二种说法中的因果关系更显著，经济的上升或下降总是领先出现，接着就业才随之变化。当其他人还在为判断经济走势而困惑时，如果我们想正确预测经济发展，比其他人看得更远一些，就必须理解经济和就业的变化谁先谁后。

11.1 就业：剔除个人感受才能使分析更有效

前面的章节阐述了就业与失业作为滞后指标而非领先指标的重要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

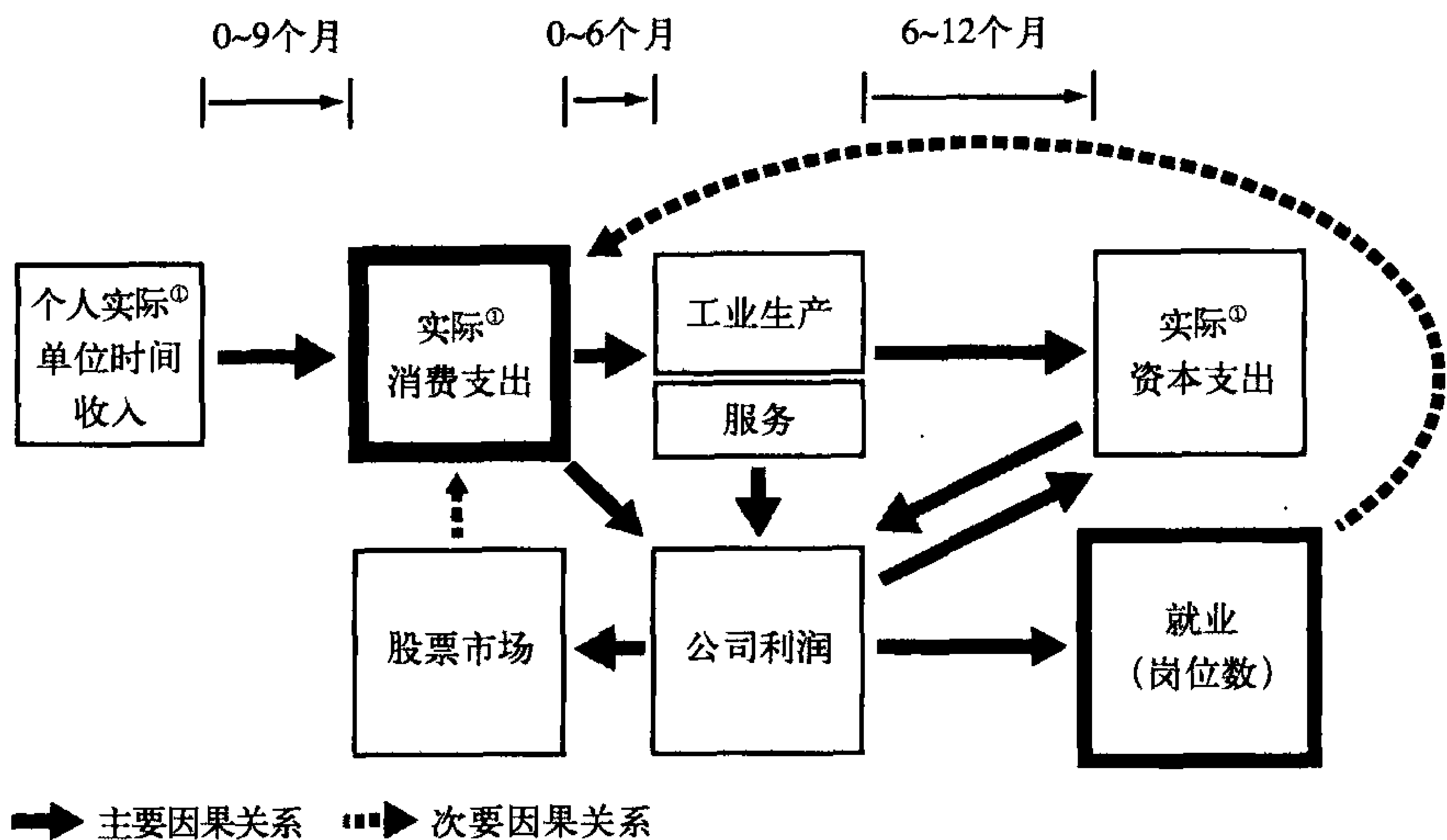


图11-1　时间表：消费支出驱动就业而不是受就业驱动

① 经过通货膨胀调整。

性，当我们把当前就业者（而不是就业人数变化后的未来就业者）的实际单位时间工资当做是消费支出的最佳领先指标，并进行重点研究时，这一点尤为重要。本章探讨和验证就业所扮演的滞后角色，这样我们就能正确地认识就业在经济中的作用。

无论人们的政治信仰和经济立场如何，都视就业和工作为集体和个人福利的基础。毕竟，就业（有工作）与失业（没有工作）对每个人自身心理状态和经济条件的影响是不同的。就业意味着经济境况较好、有能力购买生活必需品，甚至是奢侈品，而失业常常意味着个人价值丧失，甚至是对生活的绝望。所以，很多人把高就业率视为经济好转的征兆，而把低就业率（即失业不断上升）视为经济萧条即将来临的信号，就不足为奇了。然而遗憾的是，这种做法是商业人士或投资者尝试着预测经济走势时最容易犯的也是最致命的错误。

需要说明的是，经验证据显示就业是滞后指标，但并不意味着就业对经济变化不敏感，我们不应该受有关就业感受的影响，而必须把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就业作为一个经济指标来分析和理解其在经济中的滞后角色，并将分析结果运用于实践。



“我也不喜欢6%的失业率，但我还能忍受。”

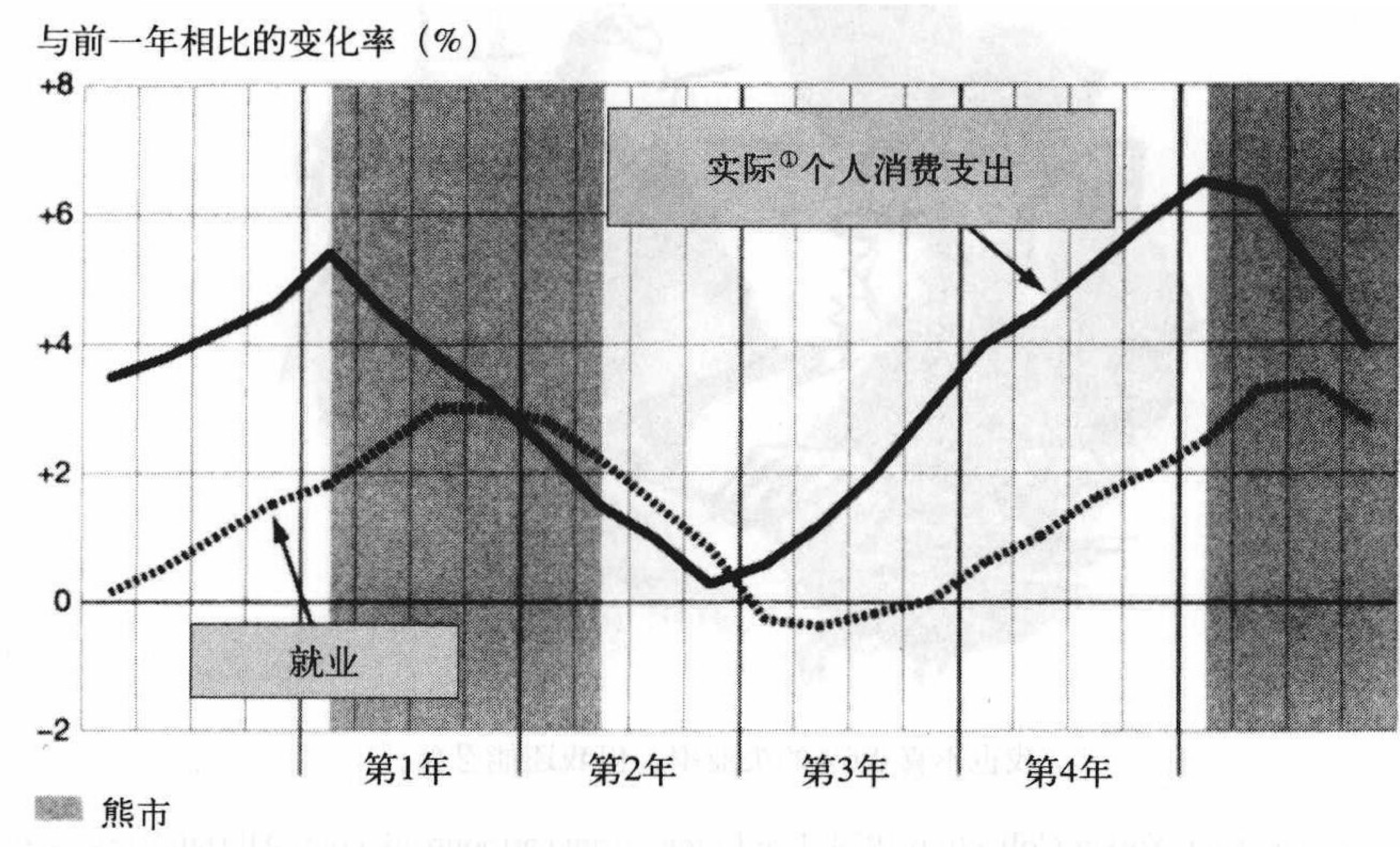
© The New Yorker Collection 1974, Lee Lorenz from cartoonbank.com. All rights reserved.

20世纪60年代中期到70年代中期，我考察了三轮经济周期，之后才充分认识到这一点。在这几轮经济周期中，我轻信了预测人员的观点，即在经济增长率到达峰值后，良好的就业表现（相关报道经常用“失业人数减少”或“登记申请失业救济人数减少”等语句描述良好的就业表现）说明，在可预见的将来，消费支出和宏观经济会稳步增长。但这一切没有发生，而是忽然出现了经济滑坡，尽管当时的就业状况还不错。相反，在经济谷底之后，过度关注疲软的就业市场或“无就业的复苏”，使我没有及时地把握住经济上升的机会。

经历了多次相同错误并深受其害之后，我决定使用本书提出的经济因果关系假设，根据与前一年相比的数据绘制图表，重新检验就业数据。实证检验的结论十分清楚：消费支出和宏观经济先变化，随后，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就业率才出现上升和下降，就业并未领先变化。如图11-2所示，在典型的经济周期中，在消费支出增长率达到峰值后的6～12个月，就业增长率才到达峰值。对最低值来说，就业的滞后时间略微短一些，大概为3～6个月。



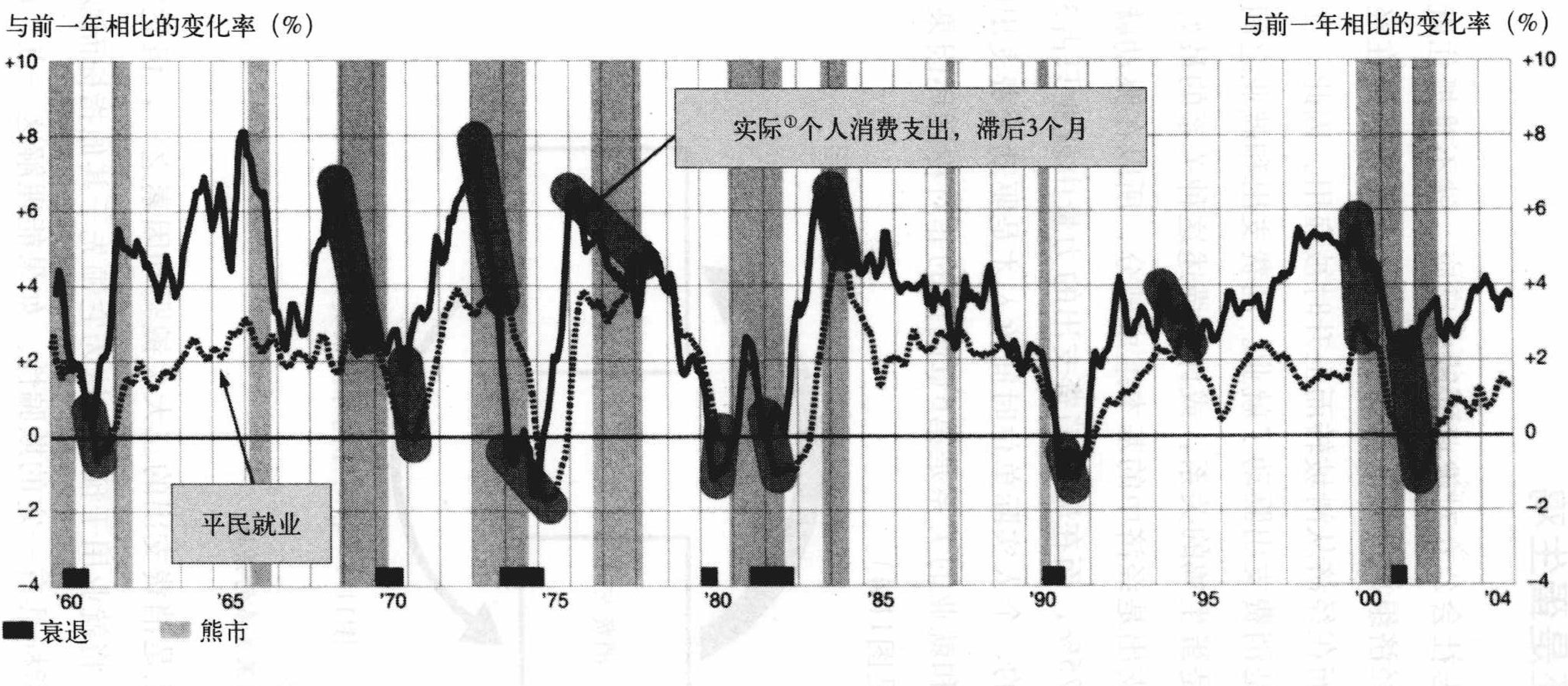
在美国，典型经济周期中，就业同比变化率的峰值介于2%～3%之间，在谷底时增长率为0或略微小于0。就业变化率几乎总是跟随着消费支出变化率而上升和回落，而不是领先于消费支出。

图11-2 典型周期：就业滞后于实际①消费支出（PCE）

① 经过通货膨胀调整。

和以往一样，上述结论并不是一种理论观点。图11-3描绘了1960～2004年间真实的数据，从图中可以清楚地看出，长期以来，消费支出一直领先于就业，这种关系是毋庸置疑的，就业就是一种滞后指标。根据就业来预测经济和消费支出，并把这作为主要因果关系，这种做法是错误的。[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



多轮经济周期的事实证明，就业增长率是消费支出的滞后指标，通常在消费支出增长率达到峰值后1年，就业增长率达到峰顶，而在消费需求达到谷底后6～12个月，达到最低点。这说明，即使就业在驱动消费需求上与其有次要因果关系，但就业也不能作为预测消费需求的主要指标。

图11-3　就业与消费支出（PCE）的关系是前者滞后于后者

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：就业来自Bureau of Labor Statistics；PCE来自Bureau of Economic Analysis。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

11.2 鸡生蛋还是蛋生鸡

如果我们不考虑社会公众对就业的敏感反应，就不难抓住就业作为滞后指标与其他经济组成部分的逻辑关系。工人几乎总是在经济状况变糟后被解雇，而在经济从滑坡转而上升时被雇用。因此，在时间表中主要因果关系是消费支出驱动了就业。消费支出和就业之间存在循环的、鸡生蛋还是蛋生鸡的关系，或许，描述这种关系的最好方法是说明，由于消费支出是经济中的基本组成部分，所以在驱动就业的力量中消费支出占75%，而在驱动消费支出的力量中就业只占30%。正如第10章所指出的，个人实际单位时间收入才是驱动消费支出的主要力量。消费支出和就业的关系是第6章阐述的非对称循环因果关系的一个绝好实例（见图11-4）。

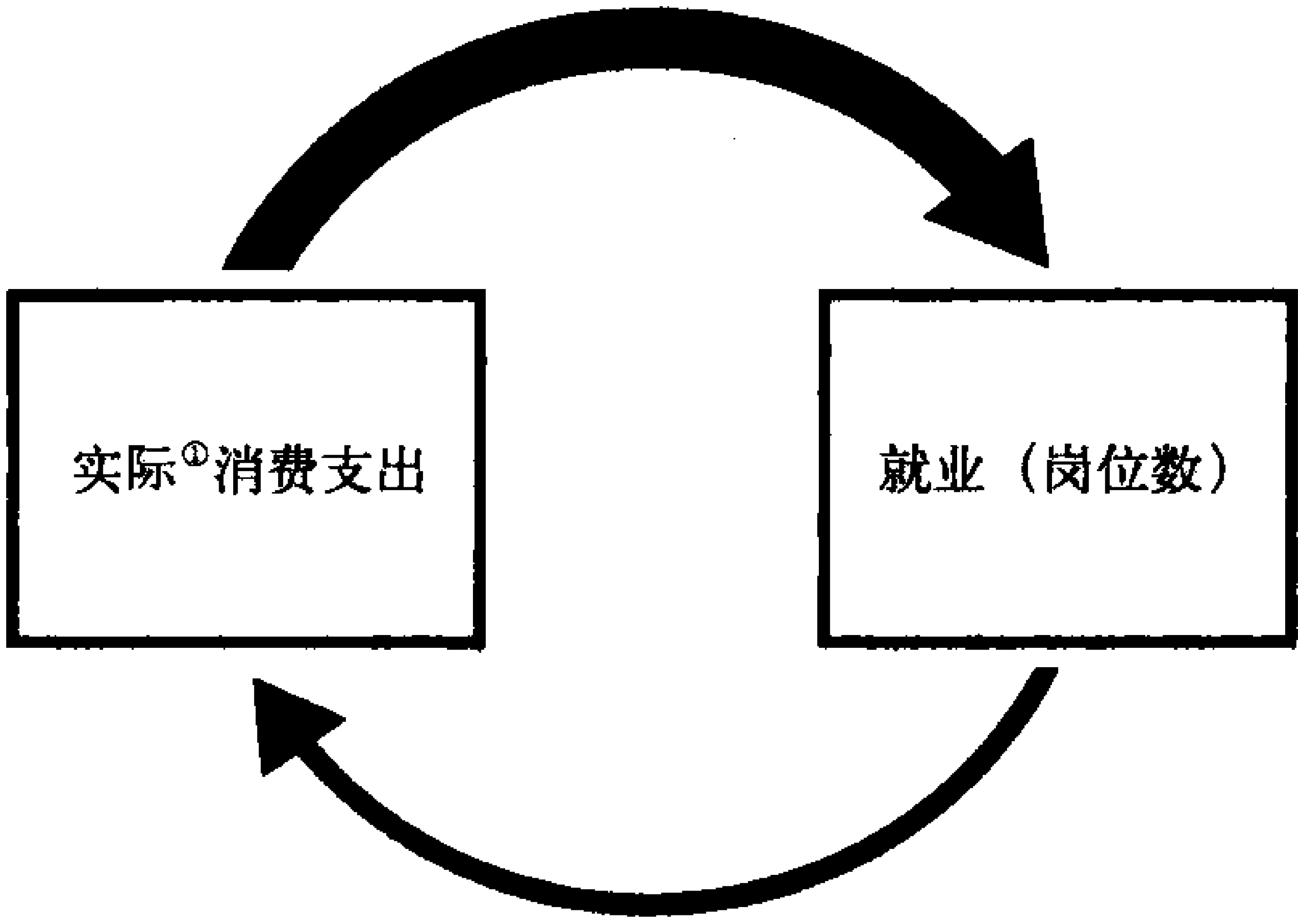


图11-4 非对称循环因果关系

① 经过通货膨胀调整。
注：箭头粗细代表因果关系的强弱。

因此，即使就业是消费支出的三大关键驱动因素之一，但它实际上是一个滞后指标。将就业用于预测并认为它领先于其他指标而变化，对于这些人，就业指标具有一定的欺骗性。如果能理解这一点，即使其他人在经济峰顶过后仍旧保持乐观，而在萧条结束很长时间内一直

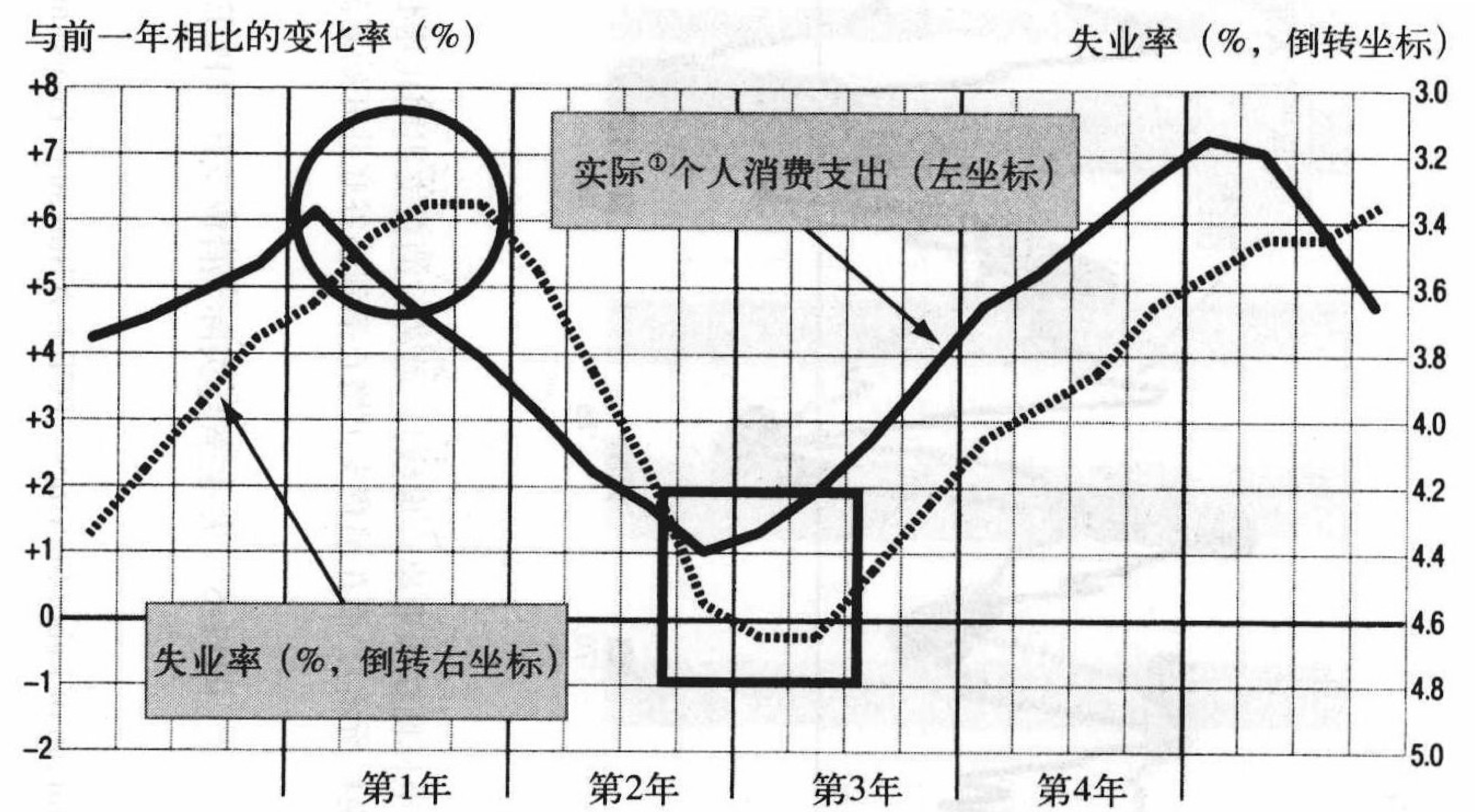
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

处于悲观之中，我们也能对经济走势有清醒的认识。

11.3 掌握失业率的变化

很少有经济数据的观察者使用与前一年相比的变化率来监测就业（见图11-3）；相反，他们关注被广泛使用的**失业率**。他们的做法可以理解，因为失业率作为反映人们情绪和感受的重要指标，是晚间新闻广播和报纸的报道主题。当然，失业率也是一个滞后指标。

接下来重新考察典型的经济周期。图11-5描绘了失业率如何随处在经济周期最前端的消费支出变化而变动。需要强调的是这张图的形式，它比前文使用过的典型周期图稍微复杂一些，因为该图左右两边的坐标不同。和之前的周期图一样，左坐标表示消费支出增长率，而

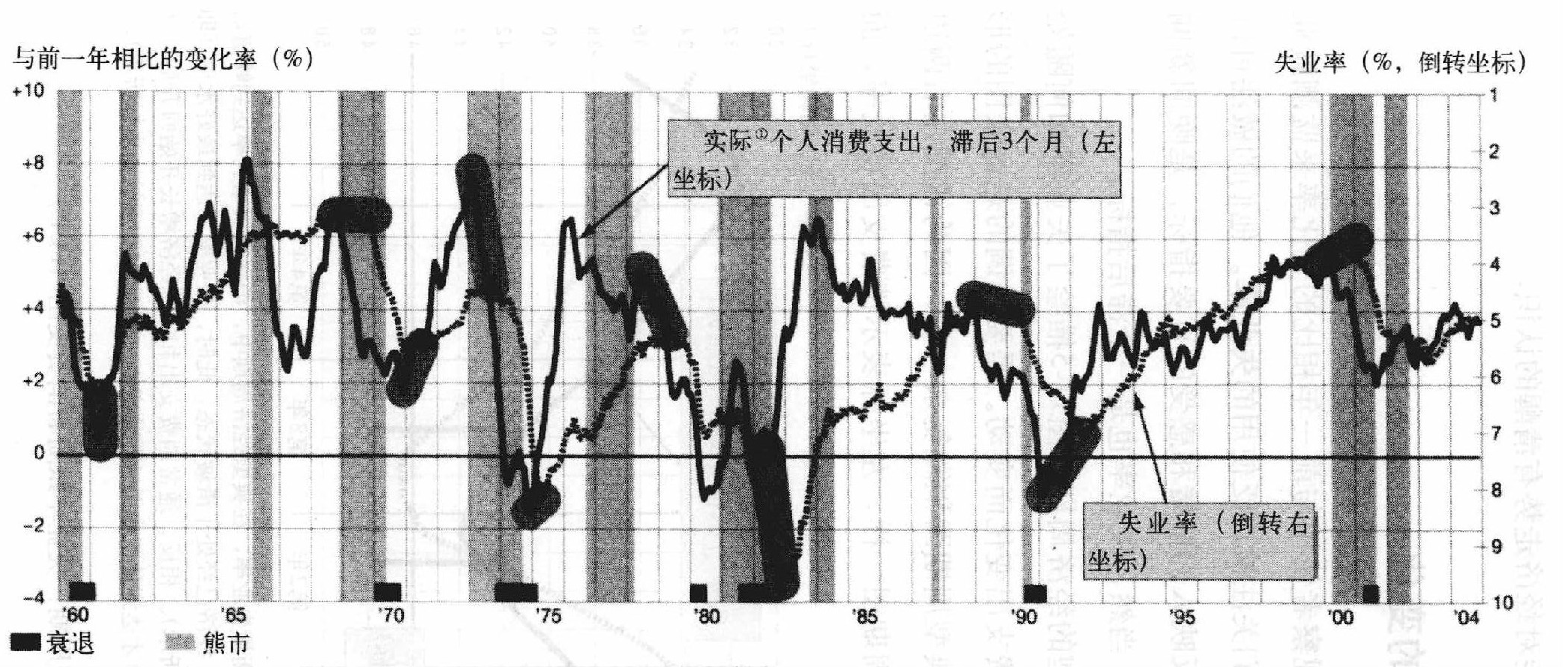


这里，用倒转180度的右坐标衡量失业率，在典型经济周期中，消费支出增长率达到峰值后2～4个季度（如图大圆圈所示），经济已经处于滑坡状态，此时，失业率才达到最好水平（即最低值，如倒转180度的右坐标所示）。相反，通常消费支出和宏观经济增长开始回升后3～6个月（如图中方框所示），失业率才达到最差水平（即最高值，如倒转180度的右坐标所示）。

图11-5 典型周期：失业率跟随着消费支出（PCE）

① 经过通货膨胀调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这里，用倒转180度的右坐标衡量失业率（虚线）。通常，消费支出同比增长率（实线）达到峰值后1年或更长时间，失业率才达到最好水平（即最低值，如图中倒转右坐标所示）。而在消费支出增长率到达谷底并开始复苏后，失业率才达到最令人担忧的水平（即最高值，如图中倒转右坐标所示）。

图11-6　失业率与实际[①]消费支出（PCE）的关系是前者滞后于后者

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：失业来自Bureau of Labor Statistics；PCE来自Bureau of Economic Analysis。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

右坐标倒转了180度，表示失业率，之所以这样处理是因为低失业率对应强劲的经济增长，而高失业率与疲软经济相对应。如图11-5所示，失业率总是跟随在消费支出拐点后改变方向。

需要再次说明的是，这也不是理论结论。和前文的图表一样，通过观察图11-6所示的1960～2004年的历史数据，我们能够发现相同的证据。毫无疑问，失业在经济中是滞后的，这种说法一点也未夸大事实：在整个时期内，消费支出增长率达到峰项并开始下滑后，失业率才达到最低值（即最优值）；而消费支出增长率达到最低点并开始上升后，失业率才达到峰值（如图11-6倒转右坐标上的最低点）。简言之，失业率变化并未预测出消费支出的**走势**，而是说明了消费支出在过去曾经**所处的**状况。

理解个人实际单位时间收入在驱动消费支出和经济上的领先作用是有益的，但掌握日常经济新闻中就业数据（以及失业率）的滞后性也同样有用。为什么呢？原因在于，当其他人根据就业数据来判断经济走势，并在经济峰顶过去很久后仍然保持乐观，或在经济谷底结束后还保持悲观，此时，掌握就业数据的滞后性使得我们能够超越各种争论，用更长远的眼光看待经济走势。

11.4 失业率：理解股票市场的有效工具

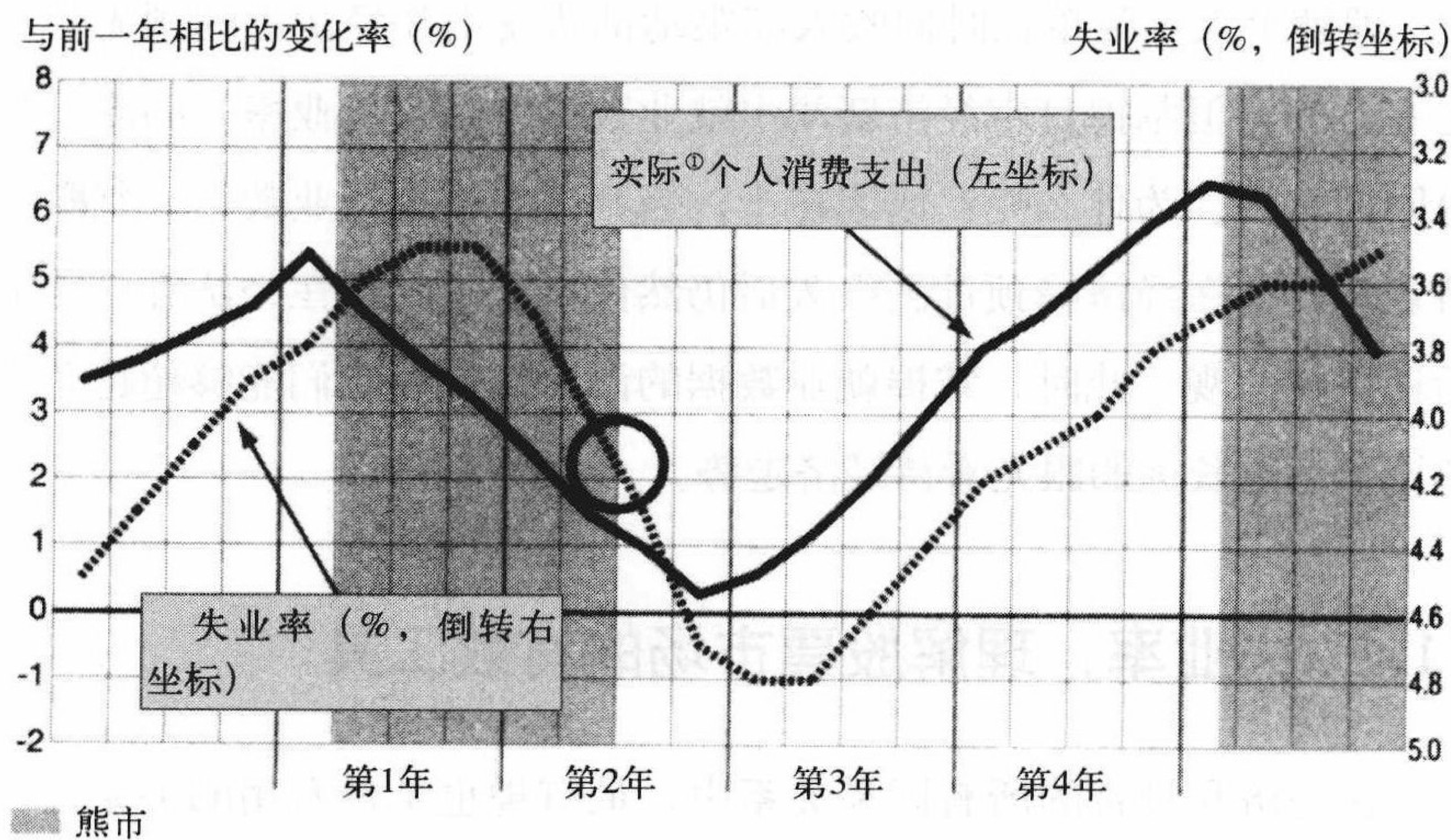
在经济和投资的所有因果关系中，最有趣也是最有用的关系之一就是股票市场与失业率的相互关系，下面讨论这个问题。第10章指出，实际消费支出处在经济周期的最前端，通常，实际消费支出同比增长率达到峰值并开始下降时，熊市开始。从图11-6可以看出，消费需求增长率到达峰顶后1年，经济增长已经放缓，股票市场进入熊市，此时，滞后的失业率才达到最好水平（即最低值）。换句话说，在经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

增长放缓和股票市场进入熊市的第1年，对于未能把握失业率滞后性质的那些人，低失业率会造成一种假象，使得他们相信当前的经济疲软不会很严重，而且是暂时性的。

接下来，这些受失业率迷惑的人将面对最残酷的经济走势逆转：经济增长已经放缓1年或更长时间，企业和股票市场已经遭受巨大损失，而失业率最终不得不跟随经济周期的走势，开始出现急剧上升。企业和投资者因失业率大幅度上升而惊慌失措，至此，他们才开始担心经济增长将进一步减缓。事实上，早在失业率没有上升前他们就应该有所警惕，而此时，经济周期的下降期基本结束，他们没有必要再担心，有见识的商业人士和投资者的明智做法应该是寻找经济上升的迹象。

图11-7描绘了典型周期中的这种现象，关于这张图有几点需要说明：

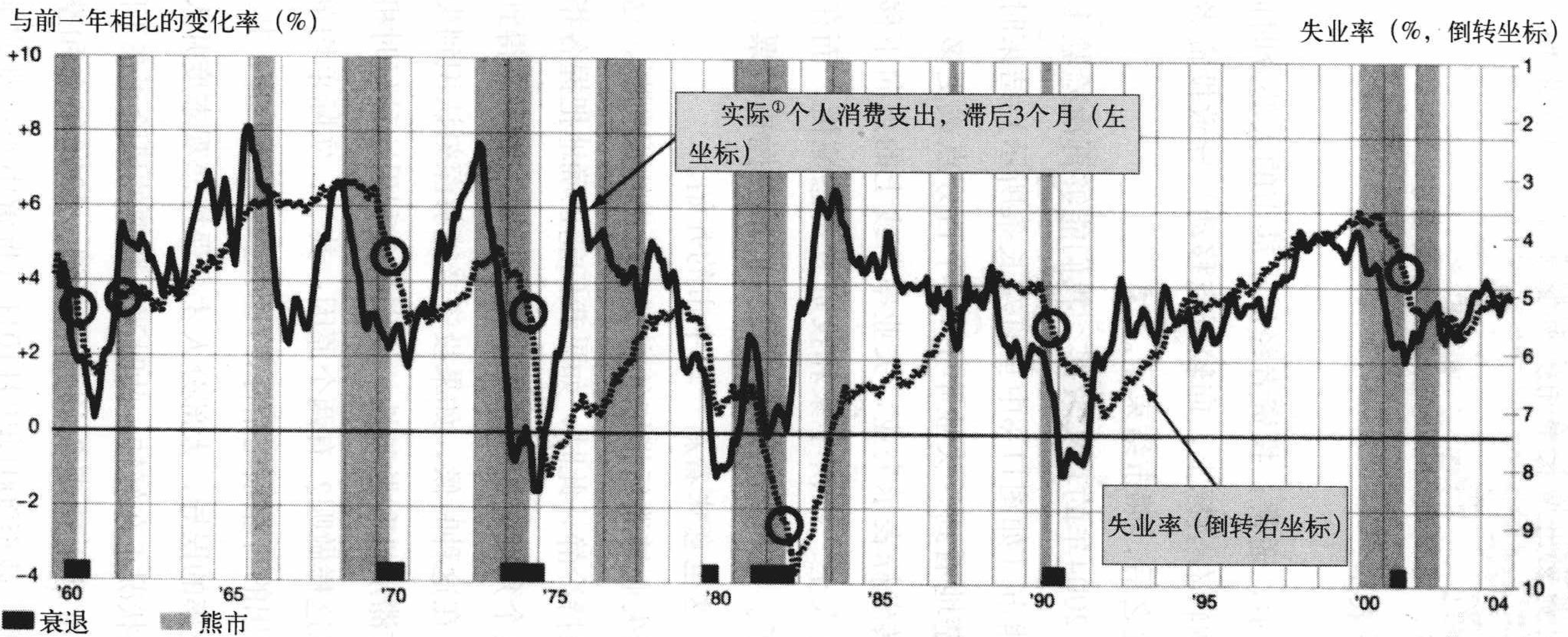


通常，消费支出增长率（实线）达到峰顶并开始下滑时，熊市（如图中垂直灰长条所示）开始。然而此时，失业率继续表现良好（即低失业率降低），而不谨慎的投资者受失业率下降的影响，认为经济增长将保持强劲，而这时熊市的严重程度正在加强。接下来，熊市持续1年或更长时间后，失业率开始急剧上升，人们逐渐产生悲观情绪，而这未免过迟，而且时间也不对。就在这时，股票市场已经进入熊市即将结束的阶段（如图中的圆圈所示）。

图11-7　典型周期：失业率误导投资者

① 经过通货膨胀调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



消费支出增长率达到峰值、股票市场进入熊市（如图中垂直灰长条所示）后一段时间，作为重要的滞后指标，失业率达到理想水平（即最低值，如图中倒转右坐标所示）。通常，失业率最终大幅度上升（上升1%或更多，如图中的圆圈所示）时，熊市结束。这反映了人们将高失业作为经济继续下滑的一个信号，出于对经济下滑的担心，他们大量抛售股票。而人们不应该在这时为经济前景而担心，理解失业滞后性的那些人，不会受这个指标的迷惑，自然也能避免失业陷阱。

图11-8 失业陷阱：失业与熊市

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：失业来自Bureau of Labor Statistics；PCE来自Bureau of Economic Analysis。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 与前一年相比的消费支出增长率用实际量表示，由左坐标衡量。
- 失业率用虚线表示，用倒转180度的右坐标衡量。
- 熊市用垂直灰长条表示。

如图11-7中的圆圈所示，通常，投资者经历了熊市的大部分时间，失业率大幅度上升（在倒转右坐标上，向较低点移动）导致投资者对股票市场丧失信心，在此之后，熊市结束了。

分析图11-8中1960～2004年的真实数据，我们能够再次检验上述观点。圆圈标示了每次熊市（如图11-8中垂直灰长条所示）结束时的失业率，从图中可以清楚地看到，失业率上升1个百分点或更多（需要强调的是，由于用倒转坐标表示失业，失业率曲线上的点向下移动表明失业率上升），商业人士、经济学家和投资者备感惊慌，而在此之后，熊市也基本结束了。这种恐慌总是促使人们最终抛售股票，而股票市场因此到达谷底，这也意味着新一轮牛市的开始。

当周围所有人都依据失业等滞后指标的表现而做出错误判断，这使得他们惊恐万分、不能保持冷静，此时，如果我们能正确地把握各指标变化的先后顺序，并从这个角度分析失业这个滞后指标，就可以得到正确结论并因此受益匪浅。在这种时候，如果投资者能够深刻认识到失业率作为一个经济指标具有滞后性和欺骗性，他们就会利用这种好时机买入股票。他们为什么可以这样做呢？有两个原因：其一，实际平均单位时间工资等经济和消费支出的可靠领先指标，此时已经转而上升；其二，他们能认识到由于受失业率的误导，大部分人才会保持悲观态度并大量抛售股票，而当前的经济状况正在好转，此时买入股票的风险正在下降。

2000～2001年的熊市是上述现象的典型实例。2000年末和整个2001年经济增长已经放缓，截至2001年9月10日（世贸中心灾难的前一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天)，S&P500指数已经从2000年的峰值下跌了28%。失业率在整个2000年都低于4.0%，这给人们造成一种假象，以为经济运行不会出现问题，之后，到2001年8月失业率上升到4.9%，这才让投资者十分担心。同时，整个2001年个人实际单位时间收入一直在上升，而几乎没有经济学家或分析师注意到这一点。[2] 虽然9月11日后的3周内股票市场又下跌了11%，但是到2002年1月初又上涨了21%，这是经济增长中的暂时复苏。2001年衰退已经结束，而这一年失业率的急剧上升触动了企业和投资者的悲观情绪，使他们担心经济增长将继续放缓，但这种担心在此时是没有必要的，尽管股票市场在2002年中到年末再次下跌。

11.5 关于消费支出的一个简单公式

图11-9是第9章曾经讨论过的一张图，说明了就业者的实际工资（领先指标）乘就业（即工人数，滞后指标）等于工资和薪水总额，其中工资和薪水占个人收入的比重最大。

假定上述关系成立，把个人实际单位时间收入同比增长率与就业同比增长率简单地相加，所得结果能够解释任一时点上大部分的实际消费总支出同比增长率，也就是说，这是一种近似的诠释，图11-10是这种关系式的简化形式。

如图11-11所示，实际单位时间收入同比增长率与就业同比增长率相加后得到的曲线用虚线表示，而实际消费支出同比增长率曲线用实线表示，该图简单地比较了1965～2005年两条曲线的关系。从图11-11中可以清楚地看出，两条曲线高度吻合，这说明消费需求的两个主要驱动因素结合在一起，的确能解释过去40年来消费支出同比增长率的大部分波动。两条曲线之间的差异主要由以下因素所致：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

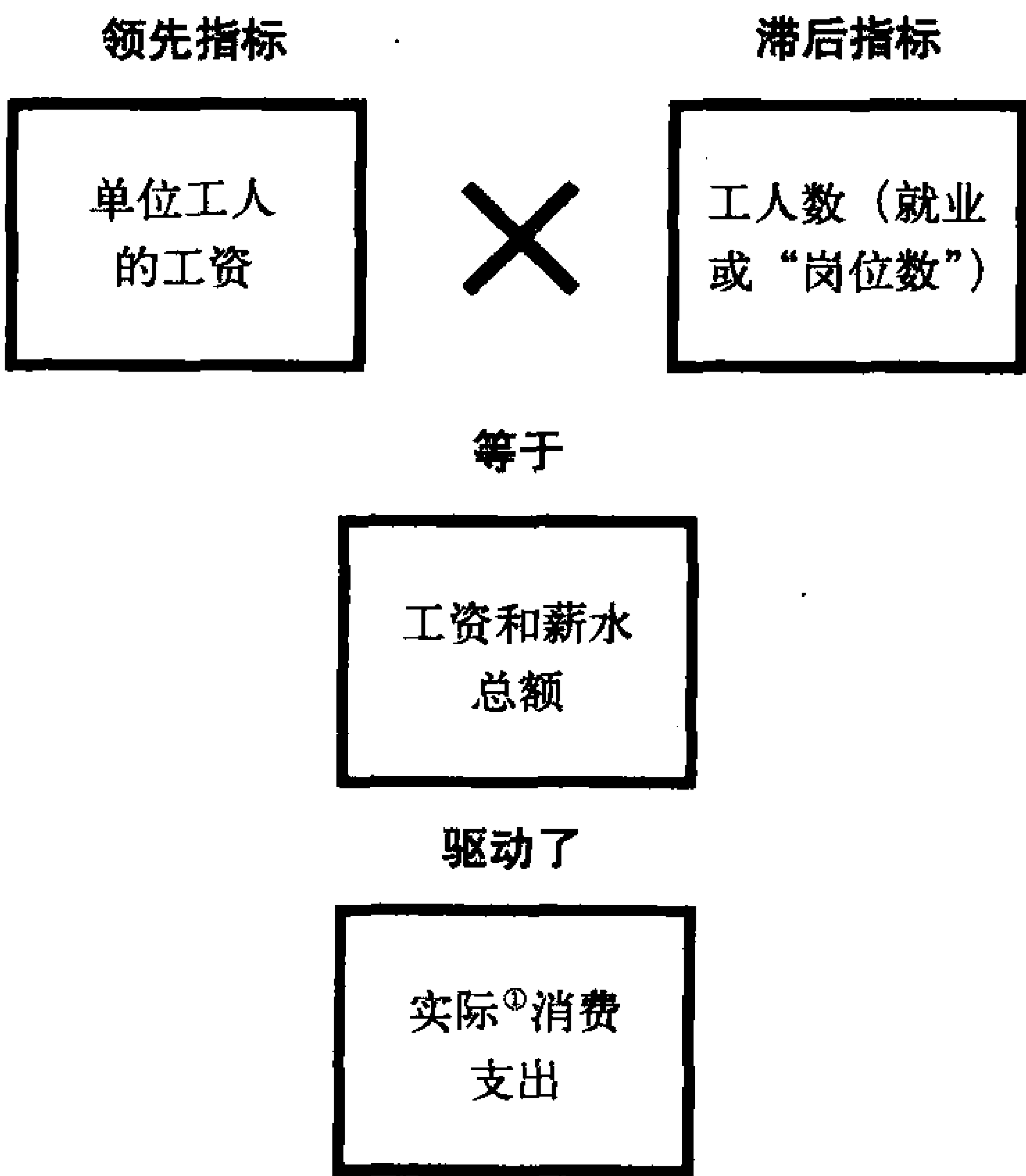


图11-9　消费支出的领先指标是工资增长而非就业

① 经过通货膨胀调整。

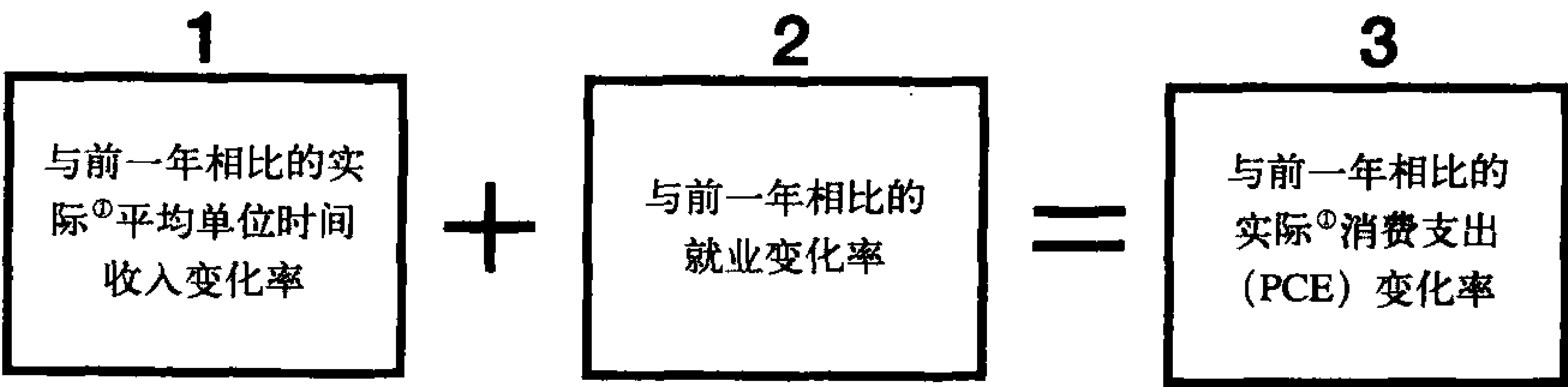
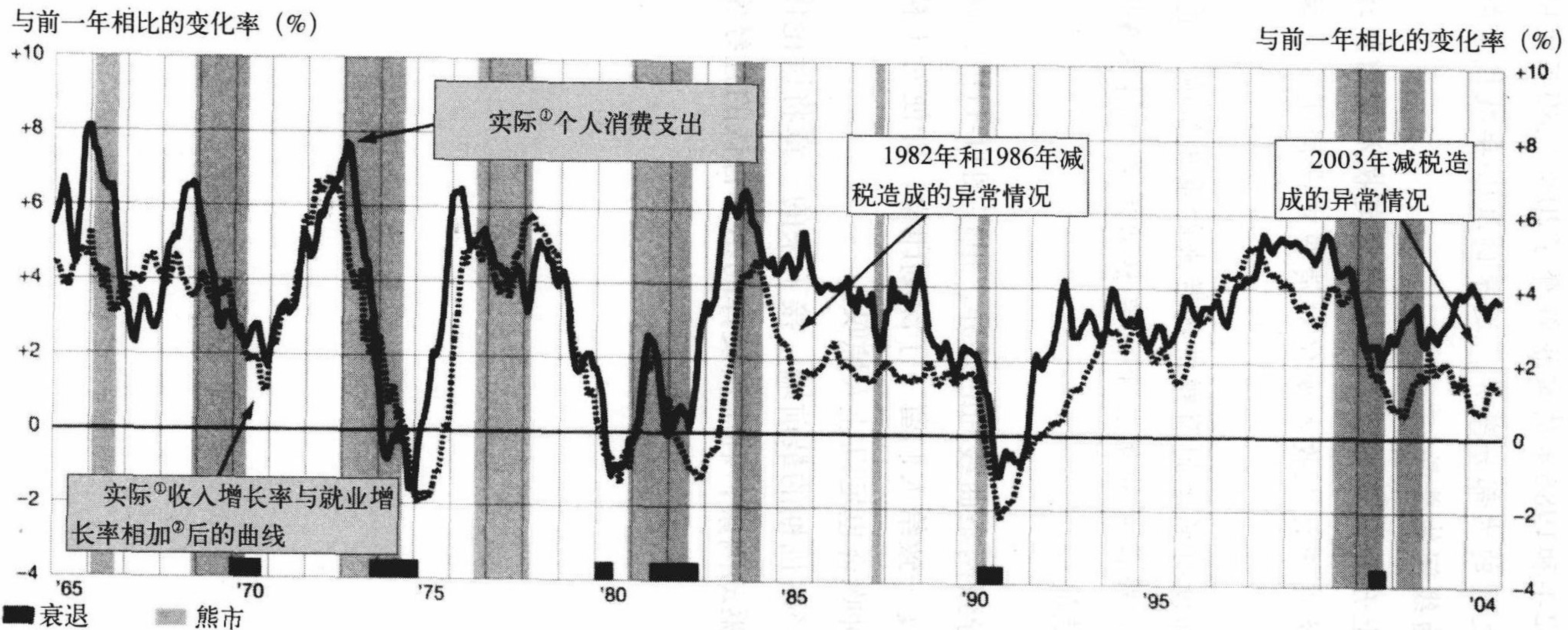


图11-10　单位时间收入增长率与就业增长率相加得到消费支出增长率

① 经过通货膨胀调整。

- 只根据非管理岗位上全职工人的数据构建实际平均单位时间收入序列，在美国，这类工人只占总就业人数的64%，还有36%的就业人数没有统计在内，尽管实际单位时间收入可以作为这36%就业者收入的合意代理指标。
- 实际平均单位时间收入序列是按照税前收入测量的，因此，税法和税率的变化都会改变税后收入对消费者单位购买力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



实际[①]平均单位时间收入（单位工人的工资）同比增长率与就业（工人数）同比增长率之和，近似地代表了这两个“消费需求的动力之源”对消费支出的综合影响。这两个序列相加后的曲线（虚线）与消费支出曲线（实线）的上升和下降高度吻合。这意味着，这两种经济因素，即实际单位时间收入（领先指标）和就业率（滞后指标）结合在一起，能够很好地解释消费支出周期中的上升和下降。然而，由于实际平均单位时间收入是税前收入，所以减税造成了一些异常情况，比如1982年、1986年和2003年的减税所引起的异常。

图11-11　就业增长率与实际[①]收入增长率相加近似得到实际[①]消费支出（PCE）增长率

① 经过通货膨胀调整。

② 实际工资同比增长率加上就业同比增长率。

资料来源：就业来自Bureau of Labor Statistics；PCE来自Bureau of Economic Analysis。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

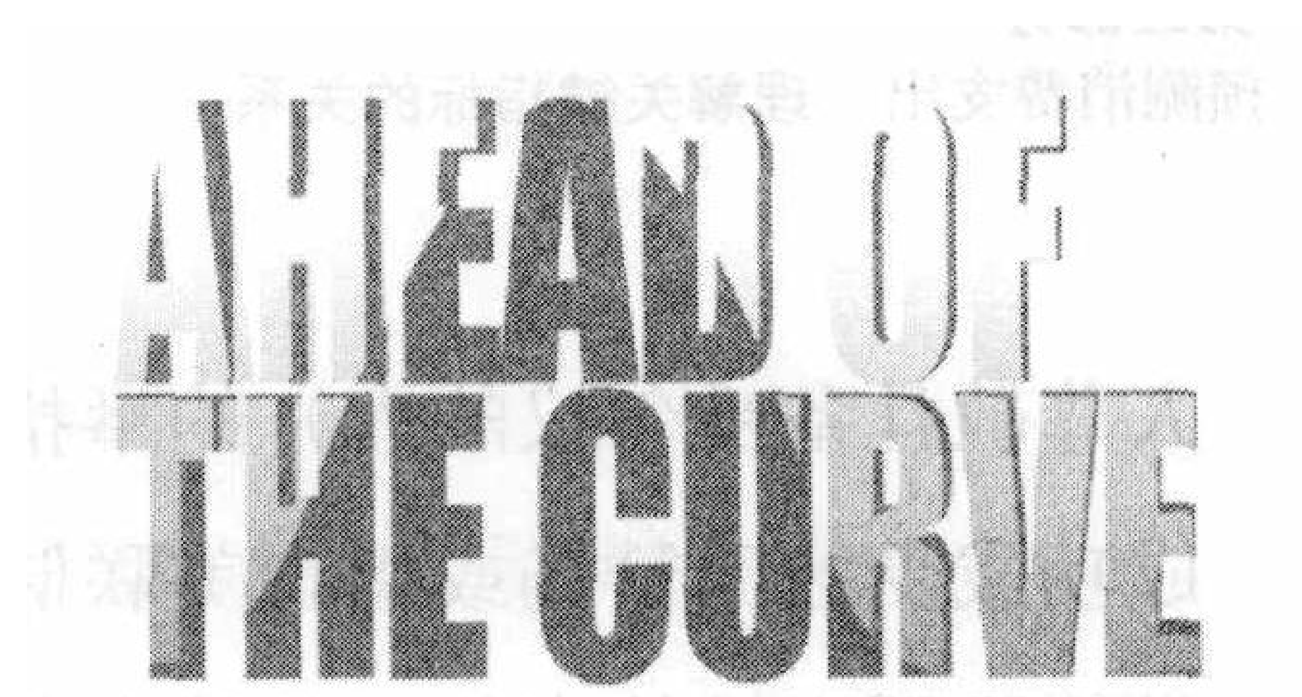
的影响。1982年和1986年的减税解释了20世纪80年代中后期两条曲线之间的大部分差异，近来的2003年减税也解释了当时两条曲线间的差异。

- 就业增长率上升和下降时，我们很难确定收入是增加还是减少了，以及在统计上收入变化对消费支出同比变化率的影响。
- 这两个序列都没有考虑到消费借款带来的重要影响，通常，消费借款是消费需求的第三个主要驱动因素（附录A将详细讨论消费借款）。

尽管上述原因导致两条曲线间的差异，但在图11-11中，两条曲线在过去几十年中高度一致给人们留下了深刻印象，即使对于精通经济学的读者来说，这种吻合也足以让人惊叹。

消费支出处在经济周期的最前端，接下来的三章将讨论作为消费支出的另一个重要驱动因素，利率所发挥的不容否认的且经常是变幻莫测的作用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 12 章

利率、通货膨胀和经济周期

接下来的三章不再分析收入和就业对消费支出的驱动，转而研究利率等相关问题以及美联储在利率管理中发挥的作用。当前经济正处在一个非常时期：利率水平较低，政府、企业和消费者等三个主要经济部门的借款日渐增加，而下面章节将分别讨论三个相互关联而又彼此独立的主题。

- 使用ROCET方法确定利率是否是消费支出和整体经济的有效领先指标。
- 利率和股票市场的长期关系，及其在今后几年中对投资者有何影响。
- 10年中不断上升的美国联邦赤字在未来经济前景中将扮演何种角色。

经济学家、投资者和商业人士不得不关注并且揣测美联储和艾伦·格林斯潘[⊖]（1987年起担任美国联邦储备委员会主席，是一位受

⊖ 格林斯潘1987~2005年担任美联储主席，2006年1月本·伯南克接任该职位。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人尊敬且备受争议的人）的举措。广播和报纸经常由于美国经济取得成功或受挫而赞扬或指责美联储和格林斯潘，仿佛美联储能够预先察觉到股票市场的变化。虽然企业和投资机构认为，在下次公开市场委员会会议上“格林斯潘将会采取什么措施”，是一件极其神秘的事情，但毫不夸张地说，美联储的这些神秘决策确实对经济产生了影响。

12.1 “亲爱的，艾伦·格林斯潘降低了联邦基金利率”

无论正确与否，人们普遍接受了这一观点，即美联储的利率政策是经济增长或停滞的主要决定因素之一。直到几年前，这种政策通常表现为美联储调整**贴现率**，所谓贴现率是指会员银行向美联储借款的利率。过去几十年，贴现率在多数银行制定其**优惠利率**时发挥了重要作用，其中优惠利率指向信誉好的主要优质客户收取的贷款利率。然而，近些年，贴现率的作用已经让位于**联邦基金利率**（federal funds rate，fed funds rate）。[1]

美联储针对贴现率或联邦基金利率的相关政策首先引起一连串的利率效应，并最终影响了各类消费借款。因此这些利率是某些消费需求的主要决定因素（见图12-1）。

一些评论员甚至指出，美联储的政策只要使联邦基金利率降低或提高，它就会对公众产生积极或消极的影响，通过新闻媒体的宣传和金融市场的作用，这些政策立即能影响消费者的预期，从而影响到消费支出。作为消费者，无论是我们自己、朋友或同事，阅读晨报时突然喊道：“亲爱的，艾伦·格林斯潘降低了联邦基金利率。”然后径直跑到最近的电器商店购买一台电视机，这种事情似乎不太可能发生。尽管如此，由于利率上升或下降会影响使用消费借款购买产品和服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的成本，因此，毫无疑问，它也影响了消费者的借款和消费倾向。

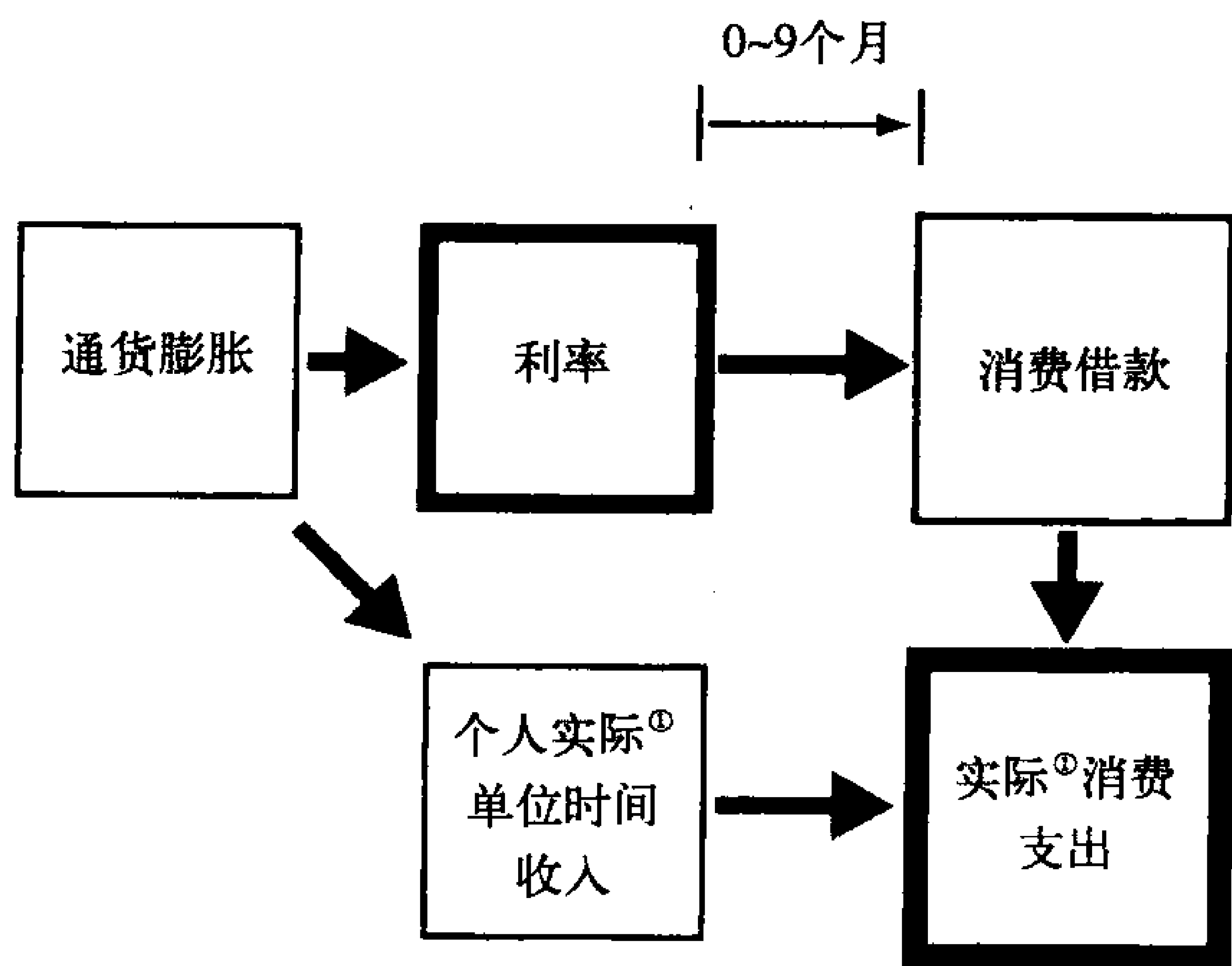


图12-1 时间表：利率是消费支出的又一个领先指标

① 经过通货膨胀调整。



“上帝啊，请让格林斯潘接受他不能改变的事情，给他勇气去改变他能改变的事，给他智慧去了解这两类事情的差异。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

12.2 利率真的驱动了消费支出吗

下面重新使用前文反复提及的方法，来讨论和检验美联储政策和消费支出的关系。首先，假设是否符合逻辑？美联储采取措施改变利率，这在很大程度上影响了消费支出的上升和下降，这一假设是否合乎常理？如果是的，利率发挥作用的时间有多长？其次，把过去几十年来消费支出同比变化率和历史上的贴现率（近些年来是联邦基金利率）变化绘制在一张图中，能否辨别出两者在实际中的确存在明确的关系？

进行这种常理检验的最好方法是：（1）识别哪些消费需求对利率变化较敏感；（2）估计这些消费需求和其他消费需求在多大程度上确实受利率变化的影响。

第一大消费支出，首当其冲的是住房。毫无疑问，利率变化显著地影响着住房支出。据美国经济分析局统计，2004年自有住房支出占个人消费支出的15%。显然，偿付的抵押贷款在取得住房的成本中所占比重较大，它的大小与利率变化相关，尽管相关程度因不同情况而不同，这主要取决于以下两点：（1）抵押贷款利率是固定还是浮动的；（2）在任意给定时间内最新的固定利率贷款占抵押贷款组合的比重（旧的固定利率抵押贷款的利息支付不受利率变化影响）。

受利率影响的第二大消费支出是汽车消费。2004年，包括新的和二手汽车、非经营性轻型卡车等在内的机动车及配件消费总额占PCE的6%。近些年，一个明显的现象是，消费者对汽车的购买在很大程度上受到汽车贷款利率的影响。银行和其他金融机构的汽车贷款利率随着经济中的其他利率变化而变化。然而，由于开展促销活动，汽车制造商和经销商收取的汽车贷款利率波动幅度更大一些，尤其是在经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下滑时，这种情况更容易出现，此时，经济增长放缓使得汽车生产商急于通过降低贷款利率来增加汽车销售。一个实例是，2002年一些生产商把贷款年利率制定在1%甚至0。在这种情况下，汽车制造商提供的利率不能带来利润，由此带来的损失由制造商自己承担，而他们通过保持汽车价格不变，将这部分损失计入了汽车价格中。在这些极端情况下，较低的联邦基金利率使制造商能够收取较低的贷款利率，而在正常的利率环境下，不可能收取如此低的利率。

除了住房和汽车这两大消费支出外，昂贵产品和服务的消费支出所占比重也不小，包括家庭用品（包括家具、电视、电脑和其他电器）、珠宝，游艇、体育器材等的支出，还包括度假等休闲服务的消费，消费者**可自由支配**这些产品和服务的消费，或者说它们可以被延期消费。多数情况下，消费者能够从零售商、制造商、银行或其他金融机构等直接获得这些产品和服务的消费贷款。毫无疑问，这些贷款利率的变化最终取决于联邦基金利率、优惠利率和其他主导利率（bellwether interest rate）的上升和下降，贷款利率上升抑制了这类产品和服务的需求，反之，利率下降刺激了需求。2004年这类消费支出占个人消费总支出的比重为7%左右。但是，把上述三大消费支出相加，对利率敏感的消费支出仅占2004年PCE的1/3左右。

这很容易让人错误地联想到，消费支出的其他重要组成部分对利率也具有高度敏感性。然而，在家就餐（约占消费支出的7%）和外出就餐（约占消费支出的5%）等消费对利率并不敏感，因为它们无须使用消费借款来实现，其他不可自由支配的支出对利率也不敏感，如医疗支出（占消费支出的17%）和教育（占消费支出的2%）。甚至是一些可自由支配的支出，如衣服、娱乐和玩具等，也很难被当做对利率敏感，即使人们经常使用信用卡对其进行支付。

这就带来一个有趣的问题：如果消费者在零售地点（如商场、饭

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

店、旅行社和娱乐场所）使用常见的信用卡，如美国运通卡、万事达卡、维萨卡以及零售商自己发行的信用卡等，支付大部分消费，这也不会提高消费支出对利率的短期敏感性吗？答案是肯定的，这有两个原因。第一，大部分消费者在一个月内就还清信用卡贷款，本质上，他们把信用卡当做是便利的支付工具；第二，信用卡贷款利率远远高于优惠利率，其年利率通常高达12%～20%，而信用卡的发行机构通常不会按照现行贴现率或联邦基金利率来调整信用卡贷款利率。

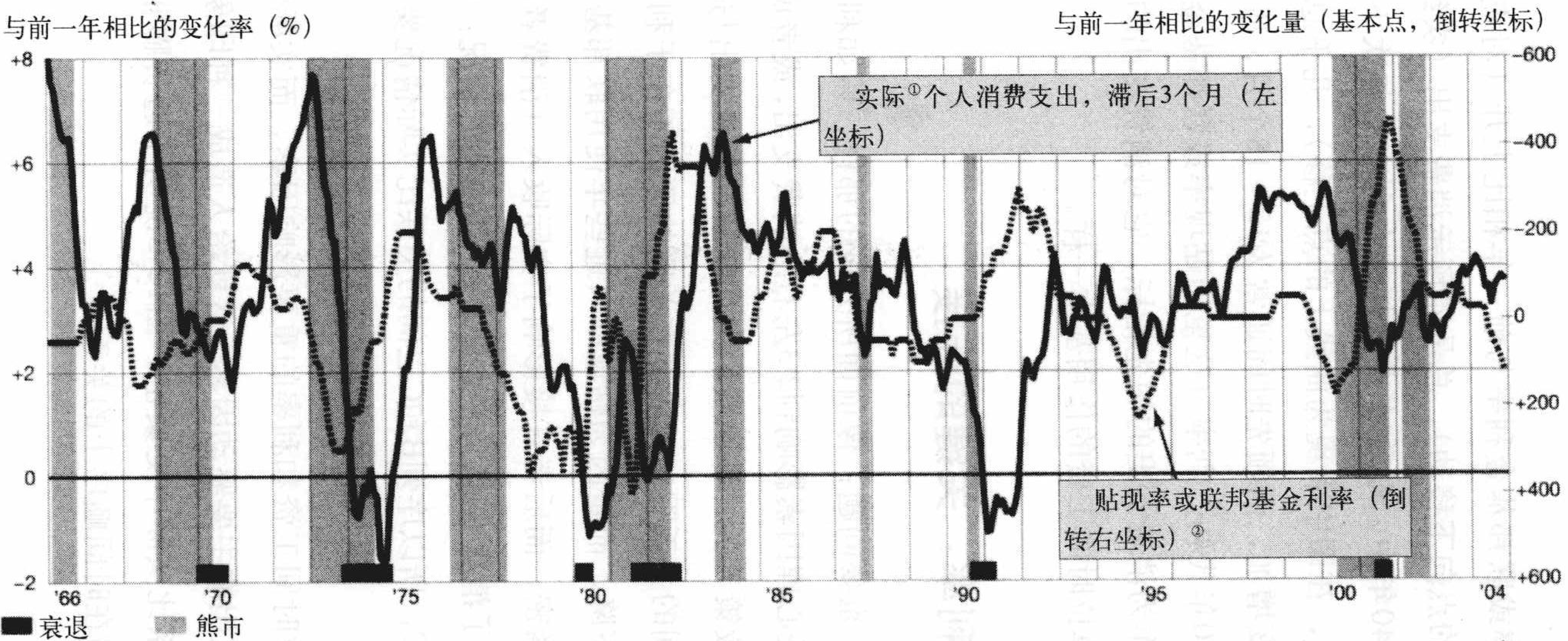
12.3 图表说明了什么

下面使用前文讨论的方法，以图表的形式分析利率和消费支出在现实中是否存在可预测的关系。尽管上一节分析说明，只有不足一半的消费支出对利率敏感，但是分析结果表明二者的确存在关联。

静下心来，放慢速度，集中精力，仔细观察图12-2中数据和曲线，这是本书中最难的图表之一，因为图中一些信息的获取不能依靠人们的直觉，但这张图也是预测经济发展的最重要图表之一。

图12-2用ROCET方法追踪了利率的变化，虚线表示贴现率或联邦基金利率**与前一年相比的变化量**，而不是这两个利率的绝对水平。该图比较了1966～2004年间这一数据序列与实际消费支出同比增长率（实线），其中右坐标衡量了贴现率或联邦基金利率，坐标轴倒转了180度，从图中可以清楚地看出二者的关系，利率下降（图中曲线上的点上移）刺激实际消费支出增长率上升，而利率上升（图中曲线上的点下移）使消费支出增长放缓。从逻辑上看，与前一年相比的利率下降幅度越大，对消费支出的刺激作用越强；利率上升幅度越大，对消费支出的抑制作用越厉害。[2] 我们需要花一些时间领悟这张图的含义，而多费一些心思来掌握这两条曲线及其对应的坐标是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



该图清楚地表明，受美联储控制的贴现率或联邦基金利率（虚线，在图中使用倒转的坐标）与前一年相比上升，意味着借款成本升高，因而通常领先于消费支出增长率（实线）的下降。相反，贴现率或联邦基金利率下降，使得借款更容易，因此几乎总是预示着消费支出增长率上升。利率与消费支出之间的领先和滞后关系在过去一直非常显著（20世纪80年代中期到90年代是一个例外）。

图12-2 贴现率或联邦基金利率是实际①消费支出（PCE）的领先指标

① 经过通货膨胀调整。

② 截至2000年底为贴现率，之后为联邦基金利率。

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；贴现率和联邦基金利率来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值得的。

图12-2说明，贴现率或联邦基金利率与前一年相比上升（对应于倒转的右坐标，虚线上的点向下移动），总是能预示消费支出（实线）增长减缓。相反，过去40年中，贴现率或联邦基金利率的每次下降（同样，由于右坐标倒转，在图中表现为曲线上的点上移），几乎总是领先于消费支出的大幅度增加，而领先时间通常为12～18个月，唯一一次例外发生在20世纪90年代初。利率（这里用贴现率或联邦基金利率表示）的同比变化率作为消费支出的领先指标，它对消费支出的影响在效果上和实际平均单位时间工资的作用基本一样。

12.4 通货膨胀和利率：关键的连接

上述分析提出了一个重要问题：像前面所分析的那样，假如利率波动不会通过金融甚至是心理因素影响到2/3左右的消费支出，或者说，这些消费支出与美联储政策无关，那么我们又如何解释消费支出与贴现率或联邦基金利率之间的关系呢？二者存在关联的原因不在于利率变化使借款成本上升或下降，而是因为贴现率（近些年使用联邦基金利率）与通货膨胀关系紧密，而后者直接影响了实际收入（消费者的单位购买力），从而影响了消费支出。这类似于第6章描述的情况：由于序列A驱动了序列B和C，所以序列B和C之间的关联比实际情况要更直接一些。

通货膨胀是实际单位时间工资和利率的重要影响因素，而实际单位时间工资是实际消费支出的主要驱动因素，这就给人造成一种印象，即消费支出与利率的关系比实际中更紧密。图12-3说明了通货膨胀、利率和消费支出三者之间在时间顺序上的关系。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

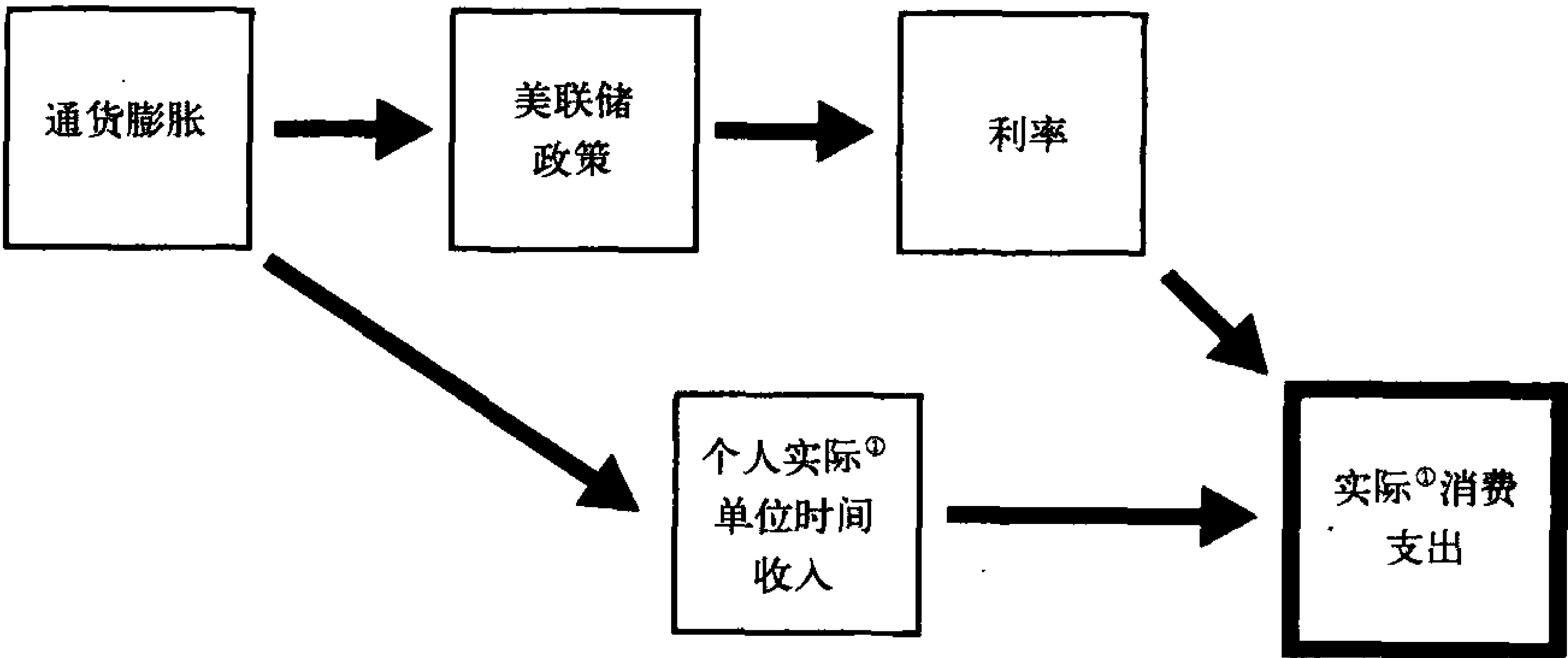


图12-3　通货膨胀通过两个途径驱动着消费支出

① 经过通货膨胀调整。

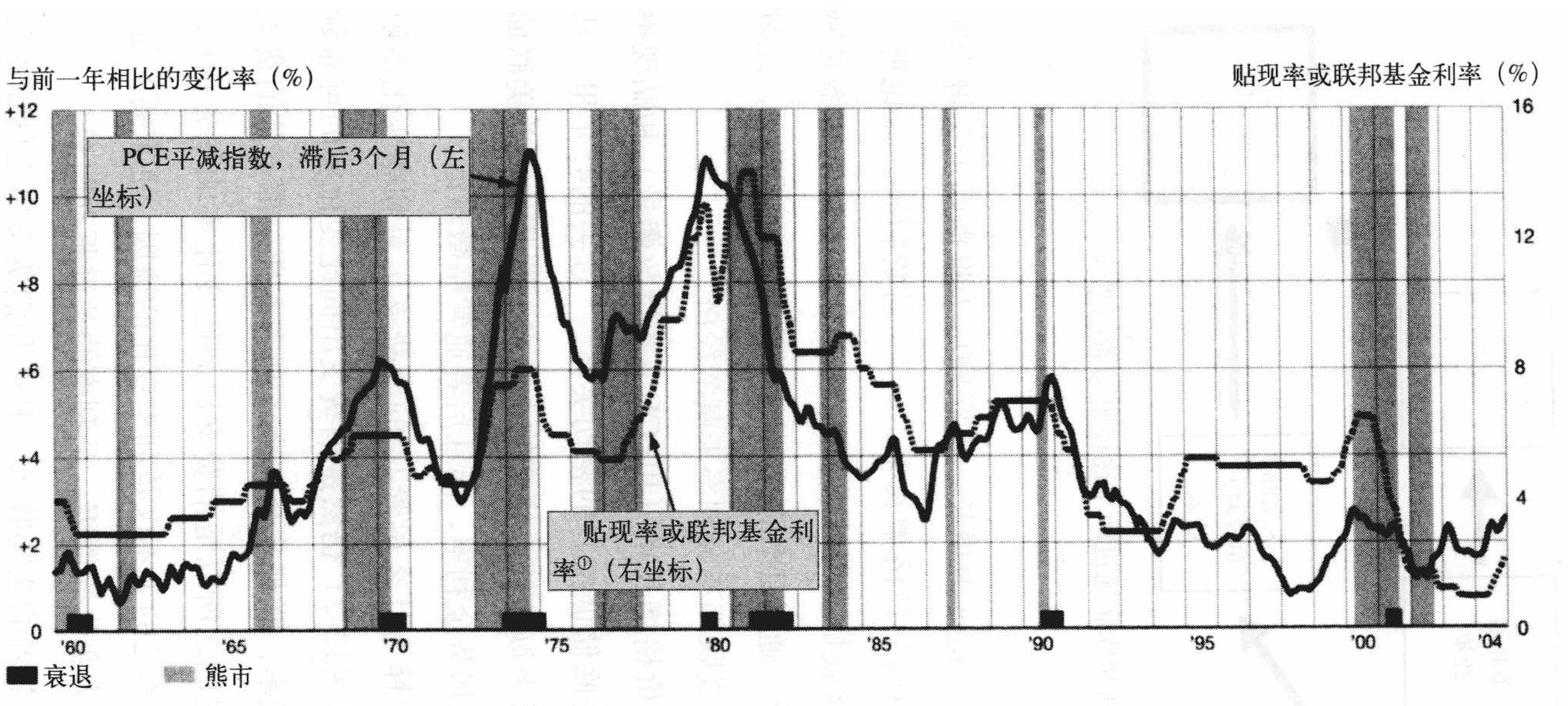
为了实现经济平稳、适度地增长，美联储尽力根据两个关键影响因素制定政策：（1）当前的经济增长率；（2）通货膨胀。无论哪一个出现高水平，美联储就提高贴现率或联邦基金利率，使其增长减缓；经济增长严重下滑，通常还伴随着不断下降的通货膨胀率，此时美联储通过降低贴现率或联邦基金利率来刺激经济。[3]

图12-4说明了消费价格增长率（用PCE平减指数衡量）和贴现率或联邦基金利率（由美联储调控）的密切关系。[4] 过去的45年里，从1960年开始，通货膨胀率每次较大幅度的上升或下降都伴随着美联储提高或降低贴现率或联邦基金利率，而且后者通常略微滞后。

上述分析有助于解释为什么尽管2/3的消费支出对利率变化不敏感，联邦基金利率（见图12-2）仍然是消费支出同比变化率的可靠领先指标。事实上，贴现率、联邦基金利率或利率本身，都不是消费支出的主要驱动因素，它们之所以是消费支出同比变化率的领先指标，是因为通货膨胀这只看不见的手不仅是利率变化的原因，更重要的是，它也是消费者单位购买力变化的原因，是利率的关键驱动因素。

理解通货膨胀、消费者的实际收入、利率和消费支出之间错综复

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



这里用个人消费支出平减指数的同比增长率（虚线）代表消费价格增长率，它是美联储密切监控的一个指标。从图中可以清楚地看出，美联储根据通货膨胀率的变化来调控贴现率或联邦基金利率。

图12-4　通货膨胀驱动利率

① 截至2000年底为贴现率，之后为联邦基金利率。

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；贴现率和联邦基金利率来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杂的关系，有助于我们更好地预测消费支出。到目前为止，本书已经说明实际收入和利率通常取决于通货膨胀的上升或下降，而两者是消费支出的关键驱动因素，也是预测消费需求必须密切关注的两个因素。第13章将研究上述关系如何在股票市场中发挥作用，并得出21世纪初前5年中有关投资前景的重要启示。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 13 章

利率和股票市场

相关展望

如果通货膨胀、利率与消费支出在长期中一直存在关系，那么利率和股票市场之间也必然存在着多方面的联系，图13-1解释了这些联系的基本原理。运用ROCET方法追踪利率及其对股票市场涨落的影响，有助于理解利率和股票市场间的关联，这一点是显而易见的。

利率通过两个重要途径作用于股票市场：（1）影响宏观经济增长率，进而是公司利润；（2）影响股票估值（即市盈率）。

第8章已经阐述过，作为经济周期中的领先指标，消费支出增长率上升或下降是公司利润变动的关键驱动因素，因而也是促使牛市和熊市产生的主要驱动力。由于利率上升或下降是消费支出的主要影响因素之一，因此，在影响股票市场的经济因素中，利率被认为是关键决定因素。

此外，一般认为利率上升时，债券和其他生息投资项目变得更有吸引力，相对而言，股票红利和盈利收益率的吸引力下降，因而股票估值（市盈率）下降。相反，利率下降使得其他投资项目的吸引力下降，引起股票的市盈率升高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本章分别考察上述两个途径，并借助图表描绘它们，这将有益于理解股票市场的主要走势。

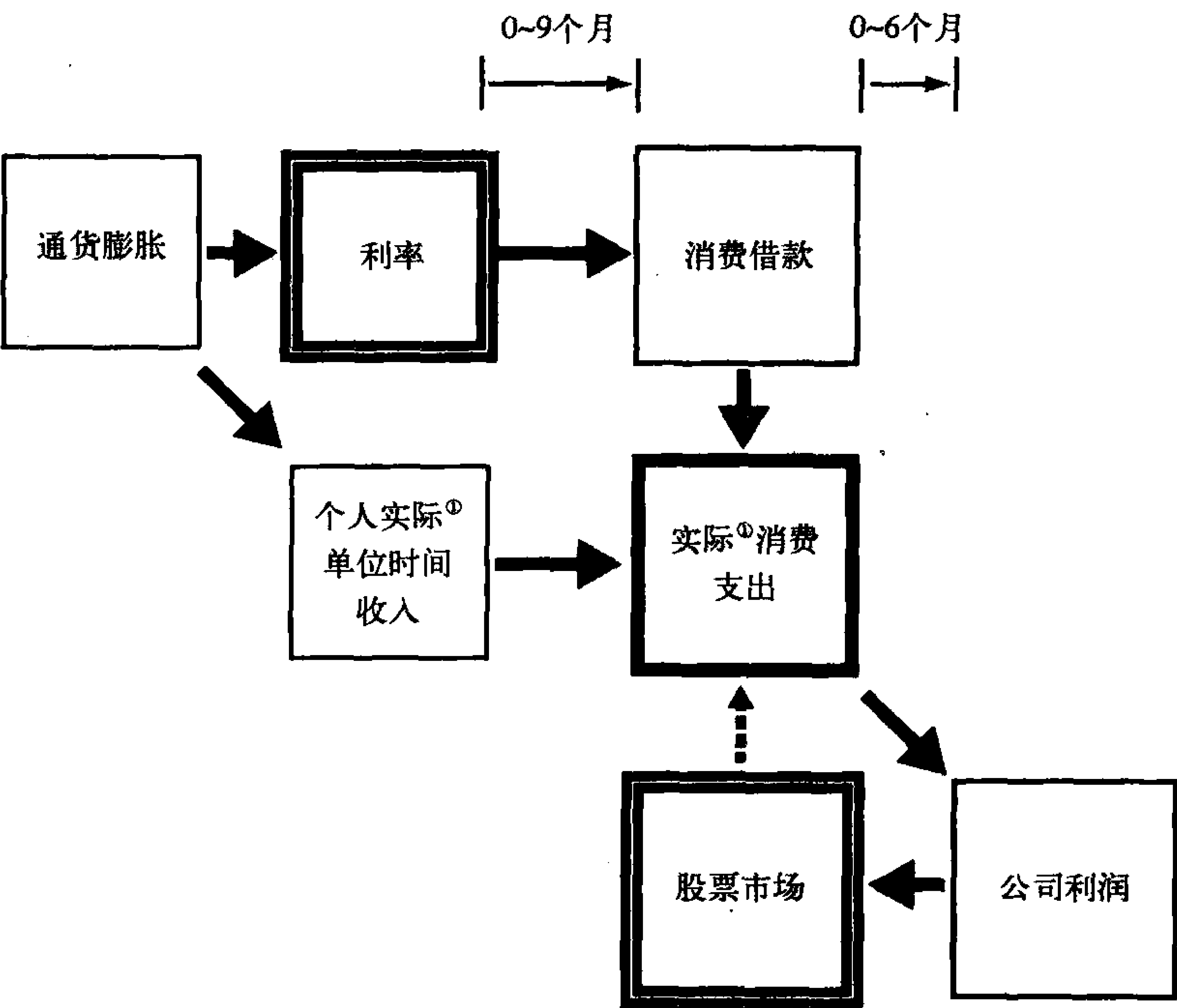


图13-1 时间表：利率是消费支出和股票市场的领先指标

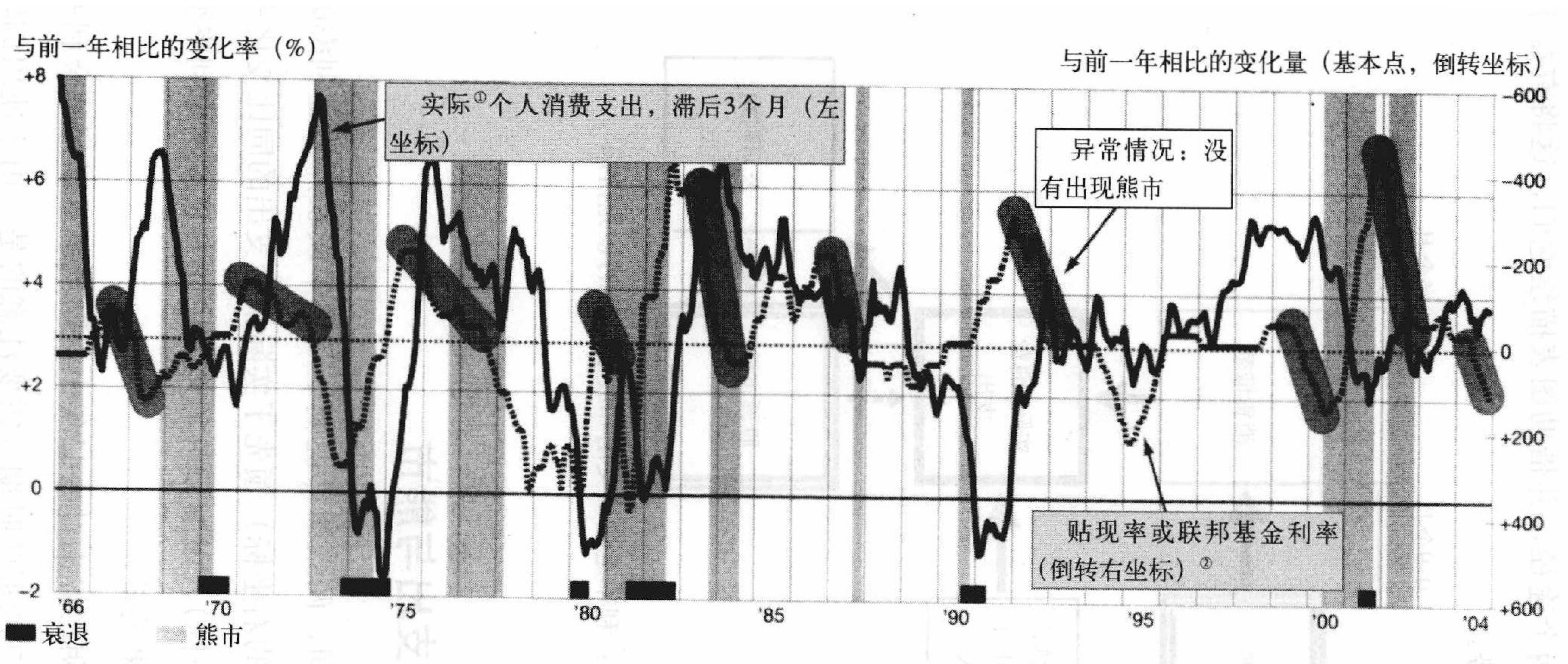
① 经过通货膨胀调整。

13.1 利率、消费支出与熊市

图13-2与图12-2相同，两张图都说明了贴现率或联邦基金利率的同比变化（虚线，倒转的右坐标）领先于实际消费支出的同比变化率（实际PCE，实线，左坐标），但图13-2尤其关注过去40多年中利率变化与股票市场波动的因果关系。

图13-2使用椭圆形阴影标出过去45年中，贴现率或联邦基金利率与前一年相比大幅度上升的那些时期（需要注意的是：由于使用倒转

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第8章已经说明，消费支出同比增长率（实线）达到峰顶并开始下降时，股票市场通常进入熊市。如图中椭圆形阴影所示，由于利率（虚线，倒转右坐标）上升是消费支出增长放缓的有效领先指标，所以它也是股票市场即将出现熊市（如图中垂直灰长条所示）的有效风向标。

图13-2　贴现率或联邦基金利率上升是熊市的征兆

① 经过通货膨胀调整。

② 截至2000年底为贴现率，之后为联邦基金利率。

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；贴现率和联邦基金利率来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

坐标，在图中利率上升表现为曲线上的点下滑)：1967～1968年，1971～1972年，1975～1976年，1980～1981年，1983年，1987年，1999～2000年和2002年。如图13-2中的垂直灰长条所示，贴现率或联邦基金利率的每次上升都预示着消费支出增长率即将下降，而股票市场也将下跌，接着宏观经济也会下滑。唯一的异常发生在1992～1993年，贴现率或联邦基金利率与前一年相比上升了，股票市场却没有随之进入熊市。可以断定，联邦基金利率同比变化连续6个月（或以上）加速增长时，股票市场即将陷入困境，正如我在2005年早些时候指出的，2004～2005年利率稳步上升已经向人们传递了类似信号。

有趣的是，使用利率下降来预测牛市，这种做法的可靠性稍微低一些，因此，我们只能提前预测一半的股票市场走势。

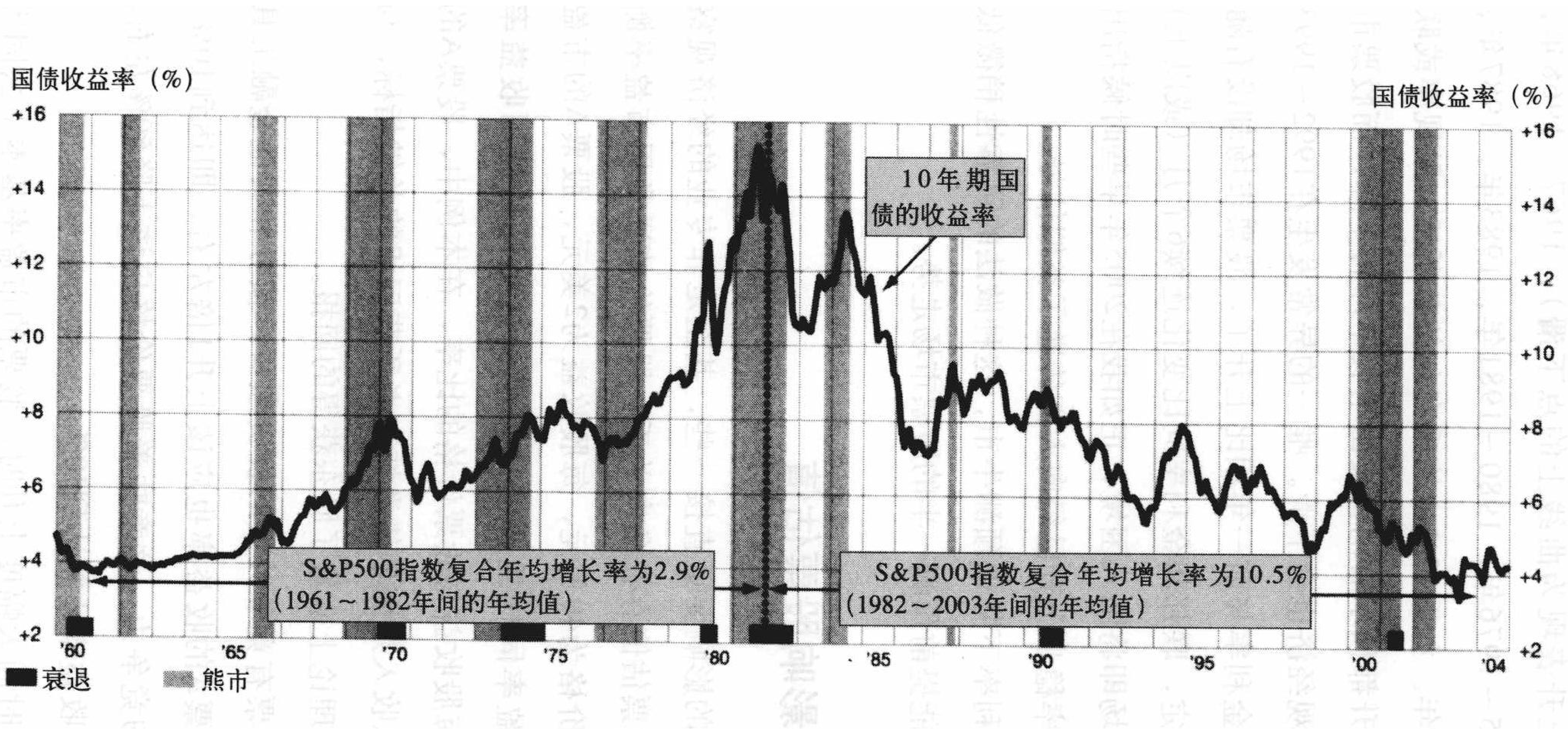
13.2 利率怎样影响股票估值

利率对股票价格的影响要更直接一些，甚至是非专业的经济观察者也认为，利率和股票估值存在负向关系。股票价值通常用市盈率衡量，若股票A的每股价格为40美元，每股收益为2美元，股票A的市盈率则为20倍。与市盈率同样重要的另一个衡量指标是**盈利收益率**(earning yield)，即每股收益与股票价格的比率，在本例中，股票A的收益率为5.0%。利息收入是衡量债券持有者所获回报的关键指标，与之相同，收益率也在理论上衡量了股东获得的回报。

显然，作为与股票有竞争关系的投资项目，债券和其他金融工具的利率上升1倍，股票A的收益率也应该上升1倍左右，即达到10%，以便股票保持相同的竞争力，这意味着股票价格应该下降50%左右，即达到每股20美元，收益率才能达到10%。

因此，当利率长时间大幅度上升时，股票的市盈率基本上会同等

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



由于利率与股票市盈率之间存在负向关系，1960～1982年间利率上升导致S&P500指数复合年均增长率仅为2.9%。与之相反，1982～2003年利率下降对股票市场产生了长期的刺激作用，导致S&P500指数复合年均增长率达到10.5%。需要强调的是，1960～1982年间熊市出现的次数较多且持续时间较长，而1982～2003年间出现的次数较少、持续时间也较短。

图13-3　长期利率变化与股票市场

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；国债收益率来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

幅度地下降。这意味着尽管利润增加了，由于市盈率下降抵消了收益的增加，所以股票价格只会略微上涨。从20世纪60年代初到1981～1982年，这一期间确实发生了这种情况，当时10年期国债的收益率（该收益率被当做是经济中的基础利率）从4%上升到史无前例的14%（见图13-3），这21年间的相关情况如下。

- 利率持续上升导致股票市盈率日渐下降。
- S&P500指数在21年中上升了81%，平均值从1961年的66.27上升到1982年的119.71，这说明年均收益率（不考虑红利）仅有2.9%。
- 熊市出现的次数多，而且持续的时间较长（如图13-3中的垂直灰长条所示），平均每隔2.5～4年就会出现一次熊市，持续时间通常为1年或更长。

与之相比，1982～2003年间10年期国债的收益率从超过14%下降到4%左右，这21年出现了如下情况。

- 利率下降导致股票市盈率大幅度上升。
- S&P500指数上升幅度惊人，为706%，而年均增长率达到10.5%。
- 熊市很少出现且持续时间较短。

由此可见，对于投资者在股票市场上的回报，利率长时间地上升或下降产生的影响截然不同。

13.3 具有争议的展望

然而，在新千年的第一个10年中，利率及其在未来10年中对股票估值的影响，其前景不容投资者乐观。三种主导利率的水平，即贴现

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率（近些年来为联邦基金利率）、优惠利率和10年期国债收益率，都接近了40多年来的最低点（见表13-1）。

表13-1　三种主导利率

利　率	1961年平均值（%）	1982年平均值（%）	2003年平均值（%）	2005年4月15日的数值（%）
贴现率或联邦基金利率[①]	3.0	11.0	1.1	2.8
优惠利率	4.5	14.9	4.1	5.8
10年期国债的收益率	3.9	13.0	4.0	4.5

① 1961年和1982年为贴现率；2003年和2005年为联邦基金利率。

联邦基金利率在很大程度上是制定其他利率的基础，它在2003年达到了最低点，仅有0.98%，至本书写作时（2005年）上升到2.8%。由此必然得出以下结论：无论是长期还是短期，这一基础利率进一步下降的可能性很小，利率在未来唯一可能出现的变化就是上升。当前，低利率已经使市盈率达到历史上的高水平，这样高的市盈率很难保持下去。[1]

未来几年，利率上升可能显著地抑制股票市场和股票估值上升。只有来自其他方面的因素才能抵消利率上升的影响，带动股票市场上涨，这些因素会引起权益价格在长期中上扬，例如实质经济增长将带来公司利润的大幅度增加。很明显，未来5年内，利率变化将给股票市场造成不利影响。

约翰·墨尔丁（John Mauldin）在其新作《瞄准未来投资》（*Bull's Eye Investing*）中，以一种极其明晰的方式，详细地论述了历史上的股票市场周期，以及利率、市盈率和股票价格间的相互关系。借助杰里米·格兰瑟姆（位于波士顿的著名投资管理公司——GMO咨询公司的创始人）的分析方法，墨尔丁以每10年为一期、按每期期初股票市场上市盈率的大小，从高到低将这些市盈率分成距离相等的五组，借

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此分析了历史上10年期的股票市场回报。他发现，目前为止，10年中回报最低的那些时期，往往在期初都有最高的市盈率，这些市盈率的大小与2004年和2005年的数值相当。

过去20年中投资者面对的利率环境较有利，与之不同，在未来5年内，利率有望从2004年和2005年的较低水平开始上升，这意味着股票市场的风险加大，因此，投资者最好对这一时期的股票市场保持谨慎态度。

企业和投资者在未来几年内将面临利率的上升，接下来，第14章分析日益增加的美国联邦赤字如何加剧了利率的上升。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AHEAD OF THE CURVE

第 14 章

美国政府赤字和利率的关系

本书的目的是为企业经理、投资者和其他人提供一种符合常理的经验研究方法，作为预测工具用于追踪各种经济关系。然而，到目前为止，本书还没有对主要经济政策等问题给出明确的结论。接下来，本章运用研究经济因果关系的ROCET方法，分析与政府政策有关的一个争论热点，即美国联邦赤字以及由此引起的联邦政府借款，它们的波动是否显著地影响了利率。

在美国，由于联邦赤字可能在2005年左右达到历史最高水平，并带动利率在接下来的几年中大幅度上升，所以它日益成为人们关注的焦点，而自2002年以来这方面的争论也变得越来越激烈。一些美国人主张大幅度减税（主要是共和党人），他们当然会认为，没有证据表明政府借款是利率的一个关键驱动因素，尽管减税造成了政府赤字在短期内上升。相反，另外一些人反对大规模减税（主要是民主党人），他们认为庞大的联邦赤字不仅扼杀了美国政府的消费能力，妨碍了社会保障计划的实施，也会在未来引起利率上升，而较高的利率必然抑制经济增长，但政府实行减税正是为了刺激经济增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

借助于描绘过去45年来美国联邦政府借款年增长率与利率关系的图表，通过认真观察这张图，我们能够深入认识到这些争论都是围绕三个问题展开的。

- 如果利率是资金的价格，联邦政府的资本需求迅速上升是否造成了债务市场的资本供给紧张，导致利率上升？
- 在这一过程中，新增发的联邦政府债务是否挤出了其他债务人发行的债务，从而进一步引起私人债务利率的上升？因为在所有债务中国债的违约风险最小、流动性最强。
- 或者，还有其他一些因素作用于整体借款水平的变化，从而导致利率波动？

公众媒体围绕这些争论的相关评论大都缺乏数据支持，而且不可靠。在经济学期刊发表的论文追踪利率的历史数据，并使用复杂的数学公式分析美国联邦政府借款等因素对利率的影响，[1] 但这些论文的研究方法和结论又都不能被企业或投资者等普通大众所采用。因此，这些争论仍然没有得到解决。

在评估联邦赤字和利率之间可能存在的关系时，我们不能只比较往年的联邦赤字和利率变动。经济中的利率变化反映了整个美国经济的货币需求变动，而不仅仅是联邦政府的资本需求，这些需求往往通过发行国债来满足。因此，从逻辑上看，我们不能不考虑州和地方政府、个人和企业等的借款（即资本需求），而认为利率只反映了联邦政府的借款变化。如果我们希望检验如下命题，即作为借入资金的价格，利率受新发行债务的影响，就必须考虑所有主要借款人的全部资金需求，这些借款人包括联邦政府、州和地方政府、个人以及企业。

图14-1清楚地表明了美国国内非金融债务总额的构成。[2] 联邦政府债务占美国国内非金融债务总额的比重从1990年底的23%、1994年底

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的27%，大幅度下降到2004年底的18%。20世纪80年代中后期的减税使得联邦赤字增加，进而导致1990年和1994年较高水平的联邦债务。州和地方政府债务所占比重为7%，因此，全部政府负债占美国债务总额的25%。家庭（或个人）债务所占比重最大，为42%，而公司制企业债务占22%。[3] 从图14-1中可以清楚地看到，在从债务市场寻求资金的主要借款人中，联邦政府只是其中的一员。

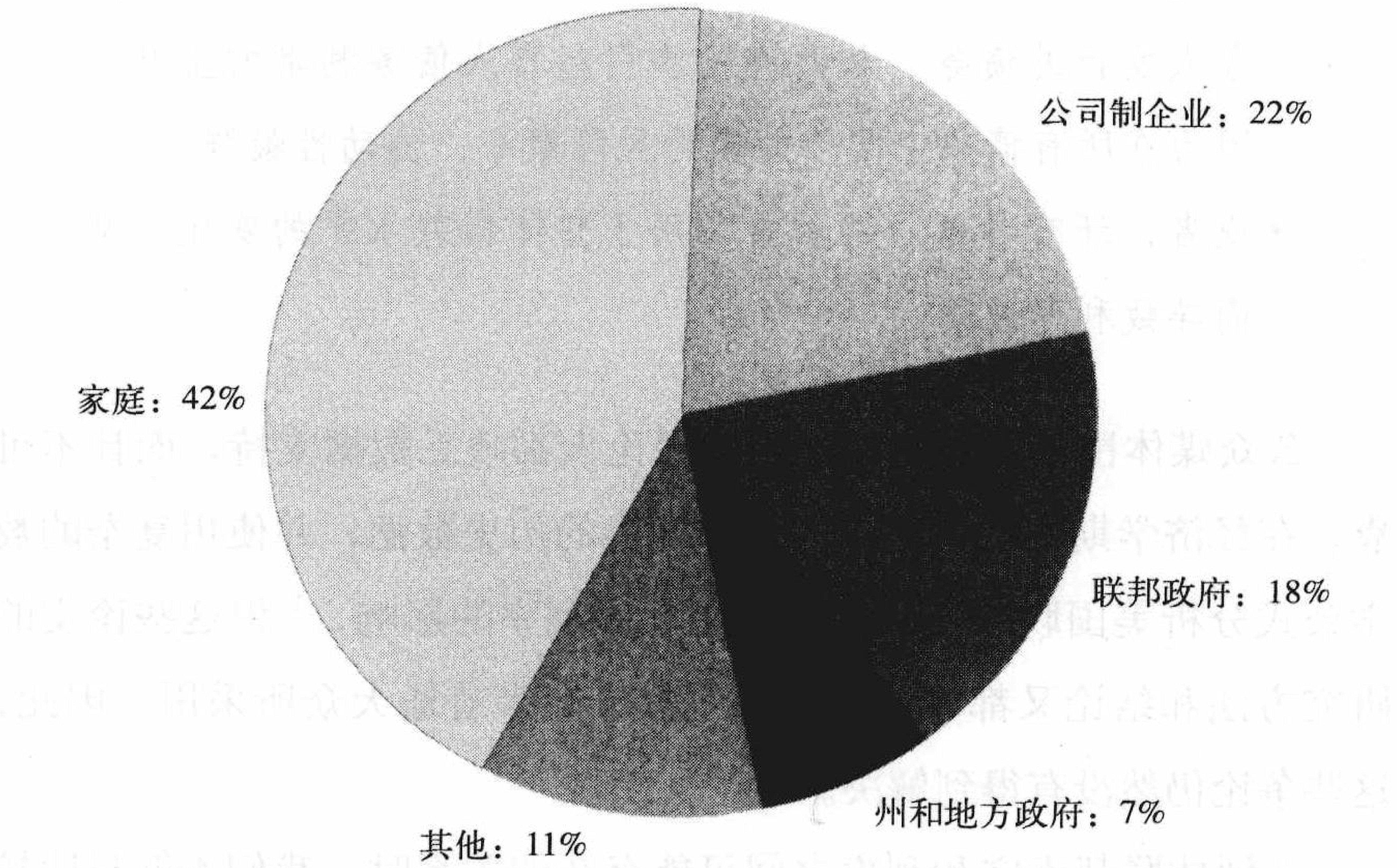


图14-1　2004年美国国内非金融债务总额的构成

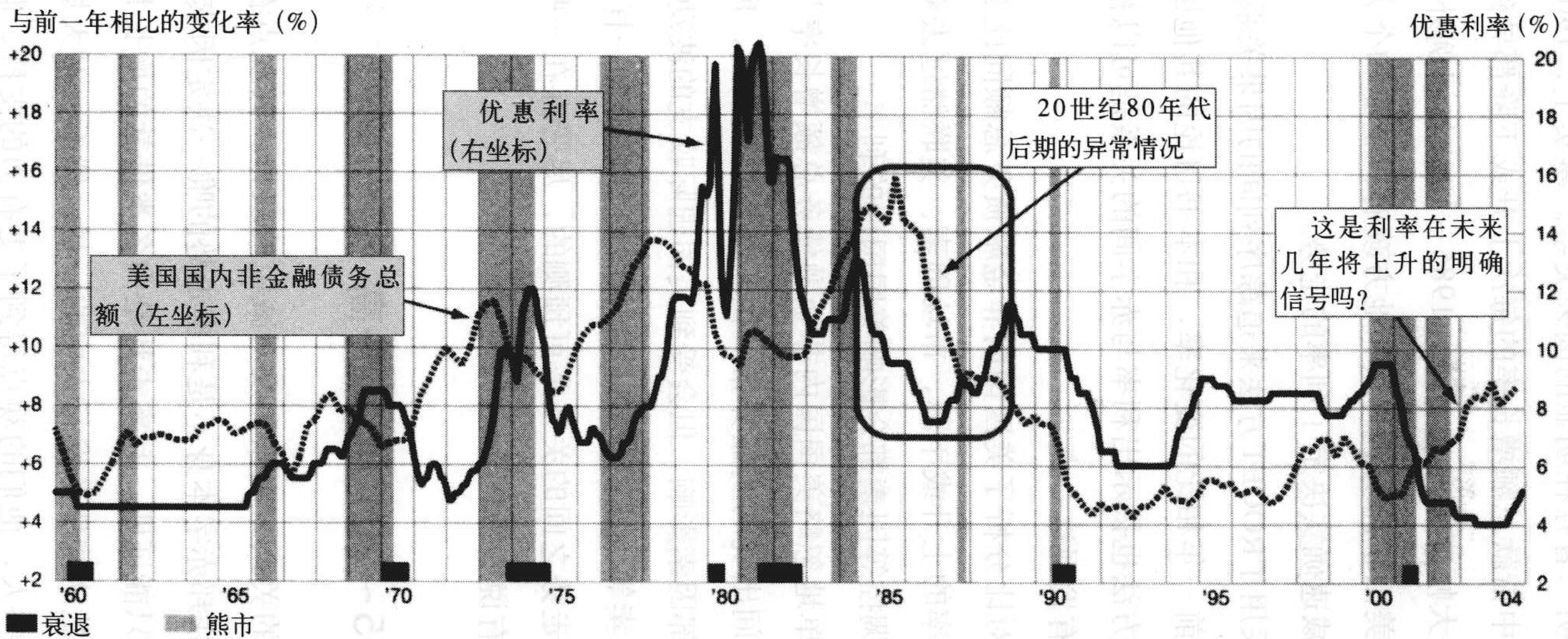
资料来源：Federal Reserve Board.

14.1　赤字和利率的关系：经验证据

尽管没有证据表明联邦政府债务单独对利率有明确影响，但是美国国内非金融债务总额（即美国债务总额）的增长率确实对利率造成了显著影响。

图14-2描绘了1960～2004年间美国国内非金融债务总额同比变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



1960年以来的40多年里，美国国内非金融债务总额同比增长率（实线）上升，在大部分时间中导致利率上升，这里用优惠利率表示利率，而且优惠利率（虚线）通常滞后1～3年变化。相反，美国国内非金融债务总额增长放缓通常导致利率下降，滞后期也为1～3年。这种关系的一个明显例外发生在20世纪80年代中后期。

如果这种关系在未来也存在，那么美国国内非金融债务总额迅速增长（部分是因为联邦赤字在2005年左右增长），一定会导致利率在未来5年中上升。

图14-2　美国国内非金融债务总额增长驱动了优惠利率

资料来源：Federal Reserve Board.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率与优惠利率的关系，表明二者存在明显的因果关系。事实上，1960年到21世纪初，美国经济中借款总额增长率的每次上升或下降都导致优惠利率在今后1～3年中大幅度上升或下降，1985～1988年间例外。确信无疑的是，该图表明美国联邦政府、州和地方政府、企业和个人等所有债务的增长加速或减速确实决定了利率的走势。

需要强调的是，本书采用了ROCET方法来追踪序列间的因果关系，即用图表描绘相关序列与前一年相比的**变化率**，和本书讨论的其他因果关系一样，这里，这种方法也揭示出利率与赤字间的关系是可以被预测的，而其他方法却没有发现这一点。

图14-3使用类似方法对比分析了美国国内非金融债务总额同比变化率与10年期美国国债利率的上升或下降，市场因素、美联储过去对贴现率和联邦基金利率的调控等因素都会影响美国国债的利率。

显然，我们不应该简单地忽略美国国内非金融债务总额增长率与利率之间在1985～1988年间出现的明显异常。由于经济规模较大，所以美国利率通常较少受外部因素影响，但会受到美国国际收支的波动、其他国家对美国债务的买卖等因素的影响。和本书的多数图表一样，美国债务总额增长与利率走势之间的关系是可预测的，尽管存在一些例外，但这种关系还是具有说服力。

14.2 利率将在2005～2010年间升高

关于赤字及其与利率的关系，主张和反对减税的双方，其观点在某种程度上都是正确的。联邦赤字本身不是利率走势的唯一决定因素，现在，持有这种观点的人只能证明，利率走势是由各类借款的增长共同决定的，而联邦政府只是这些债务发行人中的一员。然而，对大规模减税持有反对意见的那些人，他们的观点得到了更有力的支持。联

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

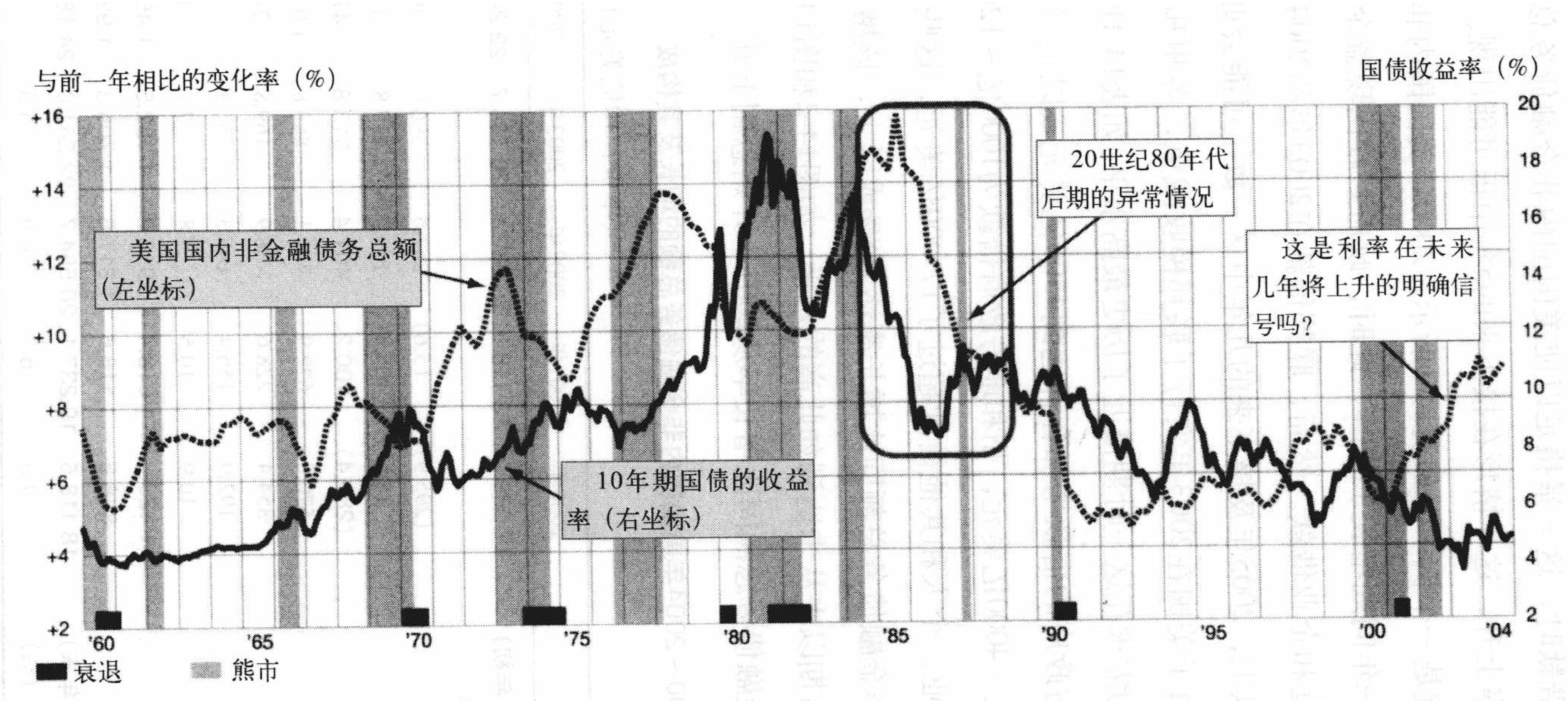


图14-2所揭示的美国国内非金融债务总额增长与优惠利率的因果关系，同样存在于债务总额增长与10年期国债的利率之间。10年期国债利率的变化也受金融市场力量、美国政府债务的供给和需求等因素驱动，而且波动比较温和。

图14-3 美国国内非金融债务总额增长驱动了10年期国债的收益率

资料来源：Federal Reserve Board.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

邦政府快速增加借款时，这一举措足以使美国国内非金融债务总额增加，从而带动利率上升，这一情形在接下来的5年中很可能出现。

当前的状况就是一个例子。如表14-1所示，2000年美国国内非金融债务总额仅比前一年同期增长了4.9%，此时，政府财政出现盈余，能够抵消较高的家庭和企业借款。然而，联邦借款在2003年和2004年膨胀到3500亿美元以上，2005年及接下来的几年中这一数字可能会更大。

此外，部分由于美国在2003年实行了联邦税收减免，各州和地方政府对债务融资的需求在这一时期接近了历史最高水平。如表14-1所示，联邦以及州和地方政府的借款增加合计达到4500亿美元或以上（联邦政府借款为3500亿～4000亿美元，州和地方政府借款为1000亿～1200亿美元），再加上企业、个人和其他借款超过了17 000亿美元，这些因素推动着美国国内非金融债务总额同比增长率达到8%或以上，该增长率自20世纪80年代后期以来从未达到如此高的水平。如图14-2和图14-3所示，美国国内非金融债务总额同比增长率从2001年开始急剧上升。

表14-1　2000～2004年美国国内非金融债务总额的增长及其构成

（单位：10亿美元）

	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年
国内非金融债务总额（年初）	**17 269.9**	**18 118.5**	**19 237.1**	**20 544.7**	**22 249.5**
与前一年的同比增长量					
联邦政府	(295.9)	(5.6)	257.6	396.0	362.6
州和地方政府	15.5	105.8	143.9	117.8	115.4
政府债务总计	**(280.4)**	**100.2**	**401.4**	**513.8**	**478.0**
家庭	570.8	622.9	734.1	863.8	1 032.7
公司制企业	354.4	228.6	28.9	169.8	240.1
非农业、非公司制企业	192.9	156.4	145.3	151.2	168.2
农业企业	10.9	10.5	7.8	7.7	12.3
私人债务总计	**1 129.0**	**1 018.4**	**916.2**	**1 192.5**	**1 453.2**
国内非金融债务总额	**848.6**	**1 118.6**	**1 317.6**	**1 706.3**	**1 931.2**
国内非金融债务总额（年末）	**18 118.5**	**19 237.1**	**20 554.7**	**22 261.0**	**24 180.7**
与前一年相比的增长率（%）	**4.9**	**6.2**	**6.8**	**8.3**	**8.7**

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利率在近年保持在较低水平，而债务总额同比增长率在过去2年内一直在上升，若这种趋势持续到未来，它表明二者的关系模式正是第6章提到过的典型背离关系，因此可以预测，利率将在未来大幅度上升。本书写作时联邦基金利率仍低于3%，与2005年初的水平相当，如果经济对可贷资金的需求急剧上升，美联储会动用有限的政策工具来抑制利率上升，这可能出现类似20世纪80年代中期的异常情况。但是，如图14-2和图14-3所示，债务总额增长率和利率之间一直存在可预测的关系，这使得我们有把握相信，利率在接下来的几年中将上升，而联邦赤字引起的借款增加是导致利率上升的主要原因。显然，利率上升对宏观经济增长和股票市场估值的潜在影响尚有争论。

第三部分探讨了如何运用具体的经济数据序列，有效地预测消费需求的上升或下降趋势，对消费需求的预测有助于我们更好地预测经济发展和整个股票市场的走势。与之同样重要的是，这部分内容说明了哪些指标是滞后的，由于它们会产生误导，因而人们应该避免使用这些指标来预测。第四部分将阐述如何利用这一方法和一些关键的经济因果关系，为某产业或公司提供更好的经济周期预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

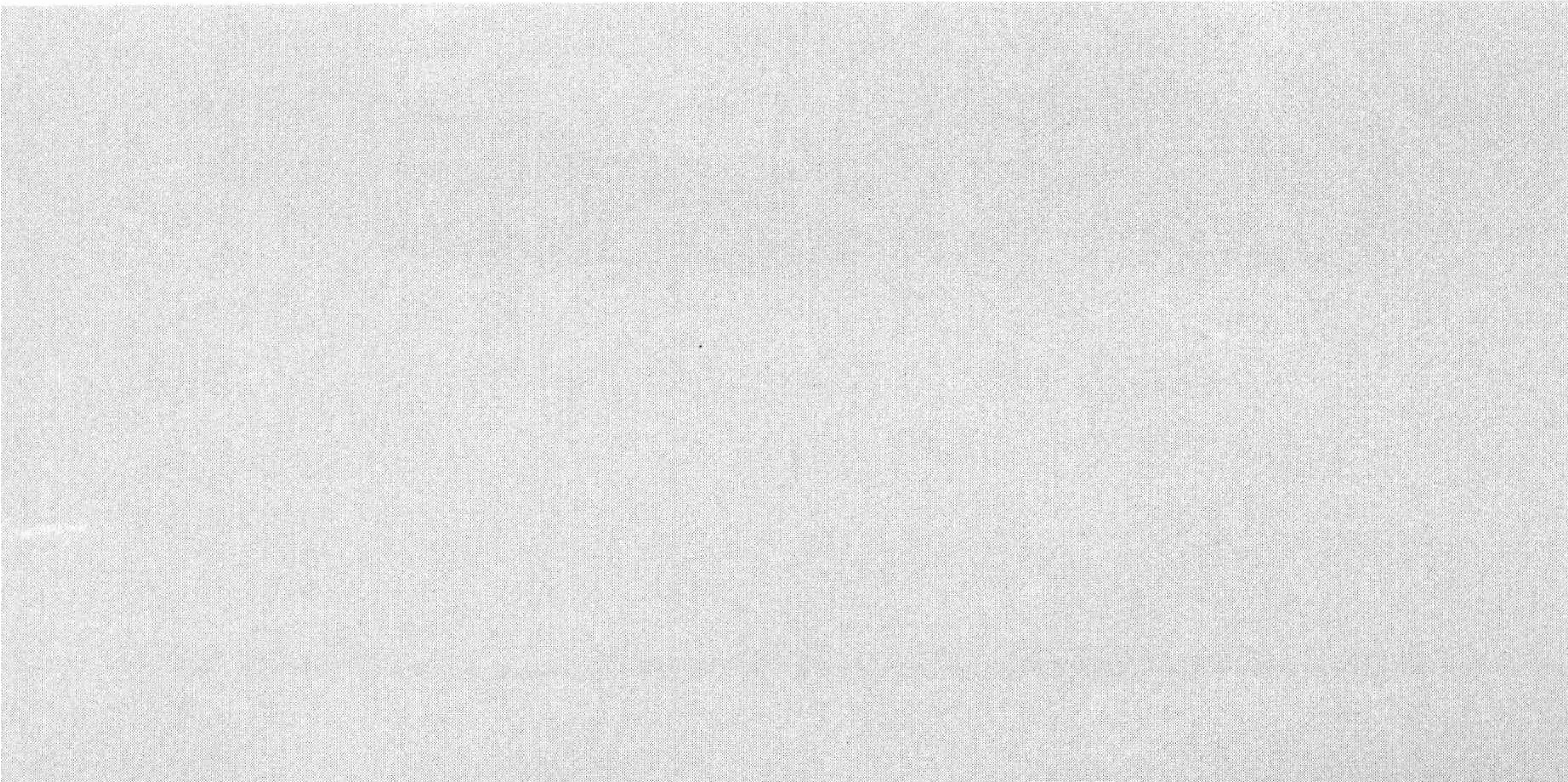
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AHEAD OF THE CURVE

第四部分

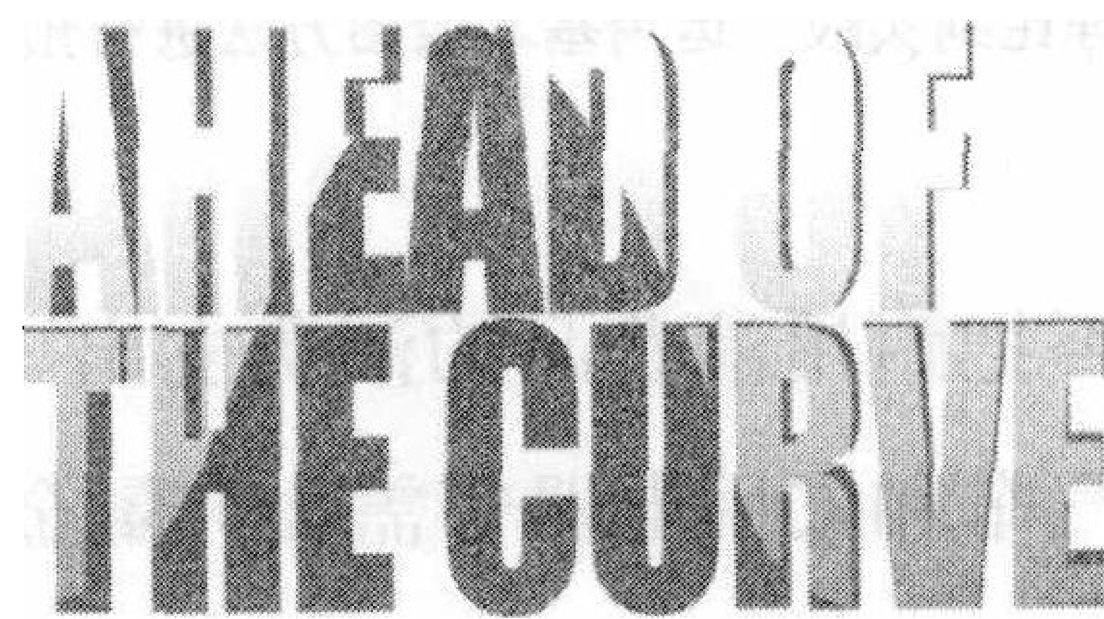
从理论到实践

运用基本绘图方法进行预测



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第 15 章

行业或公司的预测

第二、三部分阐述了消费支出、工业生产（制造业）和资本支出（厂房和设备）等三个主要经济部门之间长期存在的循环宏观经济因果关系，还讨论了消费支出的可靠领先指标，以及如何利用这些指标预测消费支出上升、下降的基本趋势及其拐点。因此，企业和投资者可以通过预测消费支出全面了解经济运行。

理解这条经济因果关系链能够帮助企业和投资者预测宏观经济的上升或下降趋势，至少有助于更好地把握宏观经济变化并及时地采取应对措施。

15.1 微观层面的预测在现实中有应用前景吗

宏观经济预测带来了一个重要问题。在某行业从事管理工作或投资的企业经理，能否使用前文讨论过的宏观经济层面的图表分析技术，深入到宏观经济内部，预测某具体经济部门或行业的需求周期？例如，在资本支出部门中，一家生产金属冲压和切割设备的机床制造商，能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

否把耐用消费品的消费支出（个人消费支出），或者更具体一些，把汽车和家用电器等需要大量金属来生产的产品的零售销售额，作为领先指标并通过绘制图表来预测自己的销售额？或者，由于耐用品和非耐用品通常需要使用纸箱运输，一家纸箱生产商能否把这两类产品的消费支出作为纸箱产品需求的一个领先指标并进行作图分析？

分析师和投资者也需要更准确地预测具体行业的商业循环趋势。在任意给定的年份里，某只股票的业绩表现高于或低于市场一般水平，这与股票所在行业在某一经济周期阶段的**相对**业绩表现有关。换言之，某只股票，如JC彭尼（JC Penney）或杜邦（DuPont），在大部分时间内相对于整个股票市场的业绩表现，各自取决于给定时期内零售业或化工行业相对于其他经济部门的业绩表现。

每家公司在每轮经济循环上升或下降的时间顺序中所处的位置不仅是可预测的，而且取决于这家公司是从属于消费支出、工业生产（即制造业）还是资本支出等部门。因此，对在经纪公司和机构投资公司工作的分析师和投资组合经理来说，最重要的是，如何根据经济和股票市场周期中的这些时间顺序，果断地判断出应该持有哪些行业的股票、避免进入哪些行业，同时还要评价这些行业中单家公司的前景。这要求分析师和投资组合经理应该试图走在曲线之前，尽早地确定整个行业的主要循环上升和下降趋势，而不能等到整个股票市场已经反映出这种趋势时才察觉到它。虽然成千上万的经纪公司和资金管理公司正尝试着这样做，但并没有取得明显成效。

注重在经济周期的不同时间上选择不同行业，这种做法还有一个本不该被忽视的重要优点。即便人们不可能提前预测某行业的上升或下降，他们仍然能通过绘制清楚的图表，深入地了解这些行业过去的周期波长和波幅（即上升和下降的程度），并从中得到极富价值的信息，而多数企业经理和投资者还可以用经验数据说明在过去几十年中，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济周期如何造成他们所关注的行业发生周期性波动。

15.2 哪些行业适合于这种方法

首先必须认识到的是，并非所有行业都适合于周期分析。此外，和本书所阐述的所有经济关系一样，确定哪些行业适合、哪些不适合使用这种方法，必须符合常理。

- 无法预测的国内外政治事件对一些行业的影响，远远超过了周期性经济因素的影响，这些行业包括军用飞机制造、军火生产等与国防相关的行业，也包括壳牌（Shell）和埃克森美孚（ExxonMobil）等国际石油公司所在的能源行业。对这些行业中的企业来说，武装冲突或国外供给中断在长期中对公司前景的影响程度，远远超过了美国国内需求的影响。
- 一些规模较大的行业，如卫生保健、医药和教育等，满足了消费者对不可自由支配的服务的需求。这些行业本身就不存在周期性波动，而较多地受到人口、不可被推迟的消费需求等因素的影响。在某种程度上，法律和社会保障等政府公共计划的变化也会影响这些行业，但周期性经济因素则不会。
- 消费支出部类中还有几类行业，它们在一定程度上受到经济因素的影响，但更多地受新潮流、娱乐趋势或“排行榜”的影响。根据受影响程度从小到大划分，这些行业包括女士成衣、运动鞋和娱乐（如电影、音乐制作和电视）等行业。
- 还有一些行业的增长速度较快，在其快速增长阶段，经济周期对它们经营业绩的影响不是显而易见的，这些行业通

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常是高技术行业，比如20世纪80年代末期到90年代中期的计算机行业和软件业，以及过去10年中的生物科技行业。

尽管如此，大多数行业，从生产制成品的行业（如多数家用电器和办公设备行业）到原材料行业（如钢铁和化工行业），都受到周期性经济因素的影响，因此，这些行业也是本章讨论预测方法时的研究对象。在本章的所有实例中，我们把熟知的常理与逻辑推理结合起来，这样，就可以把建立在图表分析基础上的预测方法推广到广义行业部门（如普通零售业）、具体行业部门（如家居装修零售业），甚至是某家企业（如家得宝和劳氏（Lowe's））等，并对其进行深入分析。

15.3 为什么公司自己不进行预测

在美国，很多行业的大公司都没有严格的内部经济预测体系，实际上，这些公司主要依靠第1章描述过的臆测方法来预测。这就产生了一个重要的疑问：在可以获得统计资料的情况下，这些公司为什么不尝试着使用本书讨论的图表和基本方法，并以此为基础来进行预测呢？更不必说，它们会聘请专业投资分析师来帮助预测了。

答案很简单，历史上几乎没有宏观经济预测及其方法值得公司和投资者信任，从而形成一种对预测方法善加利用的氛围。简言之，由于公司和投资者不能获得可靠的、容易理解的宏观经济预测结果，他们也就不愿意试着进行微观分析和预测。

这些公司应该再次尝试着绘制图表，确立有根据的、简单的预测基本原则和方法，如本书提出的那些方法，让自己重新相信预测的可能性。与第二、三部分处理宏观经济序列一样，进行微观分析和预测时，绘制图表的过程必须从检验两个关键问题开始。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 被选经济数据序列和目标行业或公司销售额之间的可预测关系是否符合常理？根据常理，人们能否从直观上预测出二者存在因果关系？
- 用图表描绘两个序列过去在重复出现的经济周期中的变化，该图表是否说明了两序列间存在明显的可预测关系，尽管偶尔有一些例外？

检验这两个假设的关键是，必须坚持第5章提出的绘图基本原则。

- 使用与前一年相比的变化率绘制图表，以避免季节调整、使用与前一个季度相比的变化率而引起的波动、噪声等问题，这些问题使人们无法识别数据的基本趋势。
- 如果有必要，应该使与前一年相比的月度数据滚动“滞后3个月”，而不是只计算1个月的数据。这种处理方法也能减少多余的噪声，使图表更能说明问题。
- 如果两个序列的波幅（变化程度）差异很大，绘制图表时要使用两个刻度（左坐标和右坐标分别标出不同刻度），以便更好地比较两条曲线。
- 根据纵轴刻度画出水平网格线，这样做有助于读取变化率，而根据横轴刻度画出垂直网格线，使每个时期一目了然。
- 给横轴留下足够空间，以便描绘几十年中多个经济周期的数据。

利用图表确定两序列间是否确实存在长期因果关系，要求图表能清楚地描绘序列变化，而这些表面上看起来无足轻重的原则能确保图表达到这一要求。借助于数据收集服务、数据处理和作图工具等广泛应用的计算机软件，公司和投资者能很容易地做到这一点，因此，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

们没有理由不使用本书提出的分析技术。

15.4 推测微观经济关系：两个案例研究

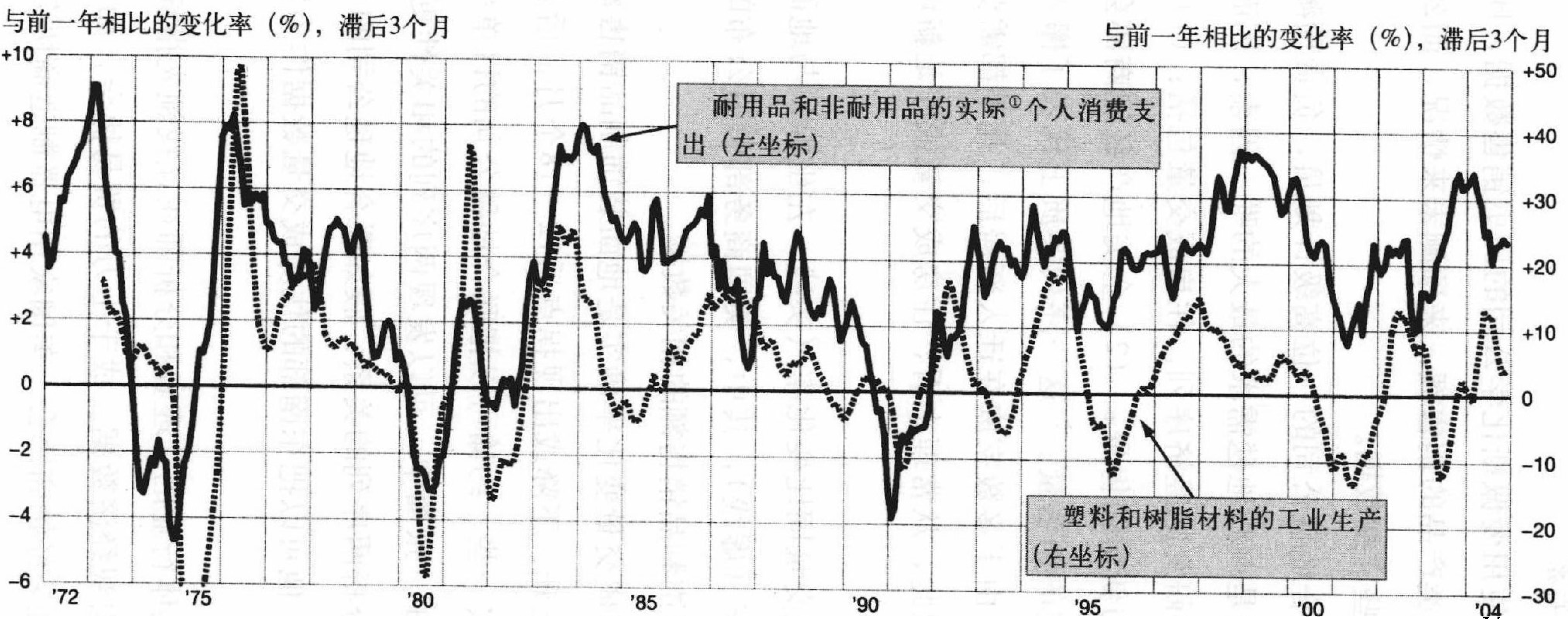
在充分理解并掌握这些绘图原则后，我们就能着手决定：（1）要预测哪些序列，这些序列应该满足预测需求，如能反映行业或公司的销售情况；（2）哪些序列是最有效的领先指标。这些工作不仅需要我们进行理性分析，也能带来心智上的愉悦和回报。

以爱佩斯化学公司（Apex Chemicals）塑料事业部的计划员玛丽为例来说明问题。公司要求玛丽提出一种方法来预测塑料事业部产品需求。在美联储每年或每月公布的工业生产表中，她挑选出与塑料事业部产出最接近的目标序列，比如“化学制品”，或更理想一些是“塑料和树脂材料”等子部类。[1]

由于塑料被广泛使用在各经济领域中生产消费者购买的产品，玛丽可以使用ROCET方法，追踪耐用品和非耐用品的实际（单位）消费支出同比变化率，以及塑料和树脂材料工业生产序列，并作图比较分析两个序列，其中消费支出位于经济周期的最前端并驱动着产品需求，如图15-1所示，两个序列间存在明显的相关关系。从该图中可以看出，40多年来，塑料和树脂材料产出的同比变化率通常与消费支出变化率同步变化，前者有时滞后一些。与多数工业生产序列相同，塑料和树脂材料产出变化率的波动同样受到库存变化的驱动（请注意，右坐标的刻度单位较大）。

玛丽仅凭借这张图就能从经验研究的角度，掌握过去40多年来所在行业在经济周期中的典型周期性波动。尽管爱佩斯化学公司的管理人员已经直观地感觉到，本公司塑料和树脂材料业务随时间推移而变动，但借助图15-1，他们能通过经验数据解释和把握多年来该项业务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



化工行业中某塑料和树脂材料公司的计划员，可以长期地使用这张图，预测耐用品和非耐用品消费支出增长率的周期性变化如何影响塑料和树脂材料业的需求和生产周期。需要注意的是，右坐标的刻度单位较大。从图中可以清楚地看到，消费支出（实线、左坐标）温和地上升或下降，引起分销渠道中库存增加或减少，并导致塑料和树脂材料行业产出（实线、右坐标）较大幅度波动。

图15-1 消费支出与塑料和树脂材料的工业生产

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；工业生产来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的变化与宏观经济波动的关系。

重要的是，玛丽可以使用爱佩斯化学公司的历史销售数据，比如全公司、塑料事业部或某类产品的销售额，来预测未来情况，而公司以外的人员不可能得到这些详细数据。

再举一例，约翰是联合地毯公司的一位高级计划员，负责预测地毯销售。他知道搬入新居是刺激地毯需求的最大的唯一因素，因而选择“住房成交量”作为待研究的经济序列。住房成交量包括：（1）美国人口普查局每月公布的新房销售量；（2）全美地产经纪商协会每月公布的已建成单户住宅的销售量。[2] 这一序列实质上代表了搬入新房和二手房的家庭数量。由于多数家庭在迁入新居后，几乎都需要重新购置地面装饰制品，因此，从常理上看，住房成交量或许是新地毯需求的重要领先指标。

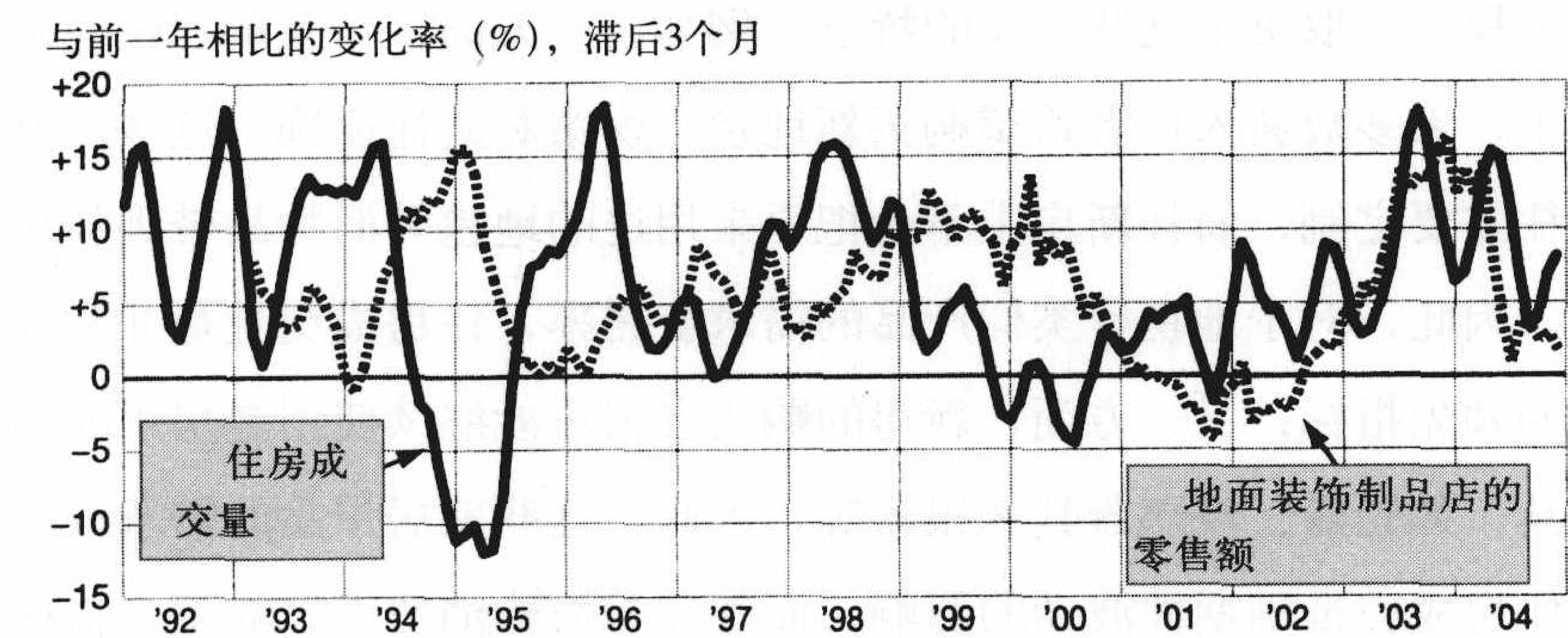
图15-2描绘了住房成交量同比变化率（实线，左坐标）与地面装饰制品店销售额的变化率（虚线），其中，美国商务部每月公布的零售销售序列包含了地面装饰制品销售额的相关数据。

如图15-2所示，住房成交量变化率确实是地面装饰制品销售额变化率的领先指标：前者上升、下降或出现拐点后12～18个月，后者也会出现类似变化。更现实一些，约翰可以把联合地毯公司的订单率或销售与住房成交量绘制在一张图中，可以发现两序列的相关性更强。约翰还可以按地区不同分析两序列的关系：假如联合地毯公司的主要业务集中在美国东南部，他可以把东南部的住房成交量数据作为领先指标。

这个例子也说明，具体行业的管理者和分析师在寻找领先指标时，不必只局限政府提供的宏观经济数据。成千上万的贸易协会，如全美地产经纪商协会、美国机床经销商协会、美国家用电器制造商协会等，以及准政府组织等机构每月和每季度都公布许多数据，其中一些可以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作为各行业销售变化趋势（结果）的有效领先指标（原因）。因此，提出和运用遵循一定原则的实证方法才是重要的。



检验经济关系：由于多数地毯需要根据房屋定制，人们几乎每次搬家都需要这种产品。因此，地毯零售商的计划员可以使用住房成交量，即搬入新房和二手房的家庭数量，作为有效的领先指标。该图表明，住房成交量变化率（实线）与前一年相比上升和下降，通常领先于零售店的地毯需求变化率（虚线）6～18个月左右。值得注意的是，近年来，领先的时间缩短了。

图15-2 住房成交量领先于地面装饰制品店的销售额

资料来源：住房成交量来自National Association of Realtors, U.S. Census Bureau；零售销售来自U.S. Census Bureau。

不久的将来，一些商业人士会认识到他们的企业很少系统地用心考虑如何预测需求的变化趋势。同样，投资者也会注意到，分析师很少根据历史上容易理解的统计因果关系，细致地深入调查并出具分析报告。然而，现实中很多情况都需要进行这类分析，这意味着商业人士和分析师应该投入更多精力使用上述工具分析这些情况。

15.5 从演绎推理入手，最后分析图表

玛丽和约翰的例子说明，稍略借助于演绎推理，预测人员就可以得到较理想的结论。如图15-2所示，住房成交量（单户住宅的转手次数）是地毯需求同比变化率的理想领先指标，这个指标通常也能可靠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地预测住宅相关产品的需求。然而，人们在对家居装饰和装修用品进行预测时，凭直觉就能了解到，从统计上看，住房转手次数的影响在很大程度上取决于这些产品的特点。例如，一方面，一旦单户住宅被转手，大多数新入住者希望购买新地毯、窗帘和其他窗饰，这些产品往往需要定制，而且新房主不会把原来用过的地毯等旧物品带到新房中，因此，对于地毯等类似产品的需求变化率，住房成交量是非常理想的领先指标；另一方面，新房的购买者很可能继续使用老房子的旧家具，如瓷器、玻璃器具和银器等，因此，这些家居用品的需求很少受住房成交量周期性波动的影响，而往往与影响消费支出的领先指标有密切关联。

经过简单的演绎推理后，我们才能着手使用图表分析各序列在过去的因果关系。如果这些因果关系确实存在，它们将有助于预测某行业的产品需求周期或某公司的销售。

15.6 消费支出和零售销售

作为在高盛集团从业20多年的零售业分析师，我的主要工作之一是预测美国零售业的销售走势：零售销售增长将加速吗？这会为沃尔玛、联邦百货和盖普等公司的股票带来利好消息吗？或者，销售增长前景会变黯淡，并对这些公司的股票业绩造成负面影响吗？

在职业生涯的早期阶段，作为一名分析师，我已经认识到不能只依靠经济学家对消费支出和零售销售的预测。通常，这些预测为时过晚，以至于无法帮助人们及时发现经济拐点、把握股票市场的波动，以及采取必要措施来提前减少经济走势变化的负面影响。公司公布（或者，甚至是向市场暗示）实际销售额或利润时，无论是高于还是低于人们的预期，销售额或利润的新走势已经充分地体现在股票价格上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在美国，消费总支出在2004年达到82 000亿美元，而由美国商务部负责编制的零售销售总额约为35 000亿美元，占消费总支出（个人消费支出）的43%，其中，零售销售总额涵盖了各种渠道的零售销售，既包括人们经常光顾的超级市场、百货店、折扣店、成衣店和耐用品专业店等传统零售店的销售额，也包括汽车经销商、饭店和酒吧、旅行社等企业的销售额，这些零售商直接向消费者出售产品和服务。表15-1说明了2004年零售销售的主要构成。

表15-1　2004年零售销售的构成[⊖]

	数额（10亿美元）	占总量的百分比（%）
日用百货店[①]	501.1	14.3
家具和家用电器店	197.6	5.6
服装及服饰店	189.2	5.4
体育用品、业余爱好、图书和音像店	79.9	2.3
办公用品和文具店	25.0	0.7
礼品、特色品和纪念品店	14.7	0.4
GAF店零售销售总额	**1 006.8**	**28.7**
机动车及其配件店	878.7	25.0
食品和饮料店	496.8	14.2
建材及园艺用品专业店	301.6	8.6
加油站	319.4	9.1
无店铺零售店[②]	231.8	6.6
健康和个人护理店	204.8	5.8
日杂用品店	67.8	1.9
零售销售总额	**3 508.4**	**100.0**

① 包括百货店、折扣店、仓储会员店、购物广场和其他等。
② 包括邮购与网上零售店。
资料来源：U.S. Census Bureau, Department of Commerce.

几乎所有的大零售商都公布销售额的月度数据，这些零售商大部分是上市公司，它们公布的数据不仅包括销售总额（含过去一年中营

⊖ 表中数据疑似有误。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业店铺的销售额）的增长，还包括**可比店铺**（comparable-store）销售，即当前和前一年同期均在营业的店铺的销售增长。因而，从短期看，公布的月度销售数据超过（或低于）人们的预期，通常是零售商股票的利好（或利空）消息。

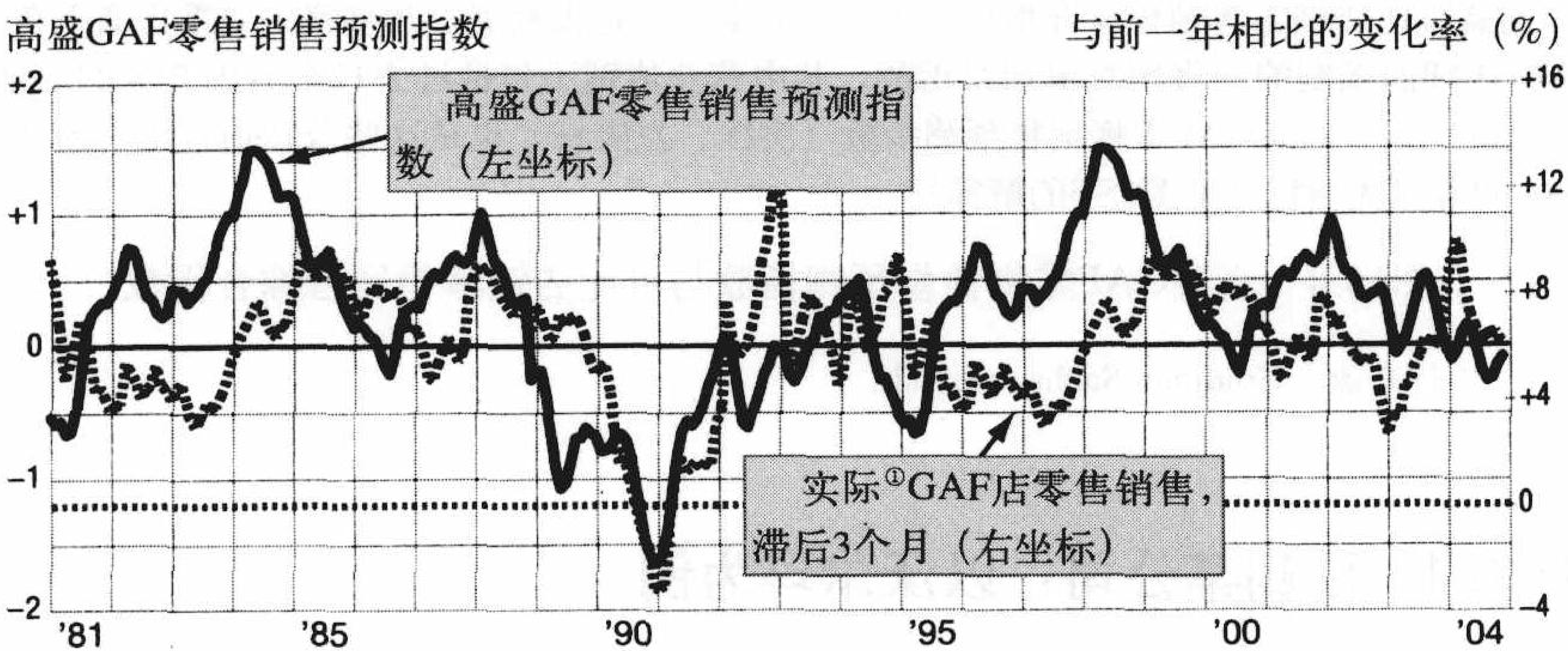
在美国，大部分设在城镇高速公路边的零售店以及被美国商务部列入目录的购物中心，均被称为**GAF店**，或日用百货店、成衣店、家具和家用电器店等。美国商务部的这个目录不仅包括传统的百货店和折扣店，例如，梅西（Macy's）、西尔斯（Sears）、JC彭尼、沃尔玛、塔吉特（Target）和科尔斯（Kohl's）等，也包括成衣专卖店，例如盖普和塔博兹（Talbots），还包括耐用品零售店，比如电路城（Circuit City）和百思买（Best Buy）等，以及其他专业店，如玩具"反"斗城（Toys "R" Us）和BBBY（Bed Bath&Beyond）等。2004年，美国GAF店零售销售总额为10 100亿美元，其中包括几乎所有大型连锁零售商的GAF店销售额。据估计，美国零售业巨头——沃尔玛的折扣店和购物广场，在2004年的销售额高达1920亿美元，占全美销售总额的19%。[3]

20世纪80年代中期，为了更好地预测GAF店零售销售额，我带领一个团队，花费大量心血，开发了**高盛GAF零售销售预测指数**（Goldman Sachs GAF store sales forecast index），作为预测美国主要零售店销售增长走势的领先指标。这个指数由权重相等的两个指标组成，具体如下。

- 实际平均单位时间工资与前一年相比的增长率，这项指标通常被看做是消费总支出的可靠领先指标（第10章曾经分析过这一点）。
- 住房成交量（即住房转手次数）与前一年相比的增长率，如前文所述，这个统计指标是家具、地毯、窗饰和家用设备及电器等类似家居用品销售额的理想领先指标。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图15-3对比了1981～2004年高盛GAF零售销售预测指数（实线）与GAF店零售销售同比变化率（虚线）。从该图中可以清楚地看出，在这一时期，高盛GAF零售销售预测指数可以作为全美主要连锁店零售销售的较精确领先指标。1981～2004年间，该指数的上升或下降几乎都能预示着GAF店零售销售增长率上升或下降。2002年销售滑坡是碰巧发生的一次例外；2003年美国联邦减税导致的销售额上升，也是一种异常情况。



高盛GAF零售销售预测指数（实线，左坐标）由权重相等的实际平均单位时间收入和住房成交量同比增长率构成，GAF店零售销售的月度数据（虚线，右坐标）由美国商务部公布，其中，GAF店包括日用百货店、成衣店、家具和家用电器店。该指数是GAF店零售销售的理想领先指标，尤其是在2000～2001年滑坡及其随后的短期复苏之前更是如此，尽管该指数在2003年的零售销售复苏中与GAF店零售销售变化保持同步，而不是领先变化。

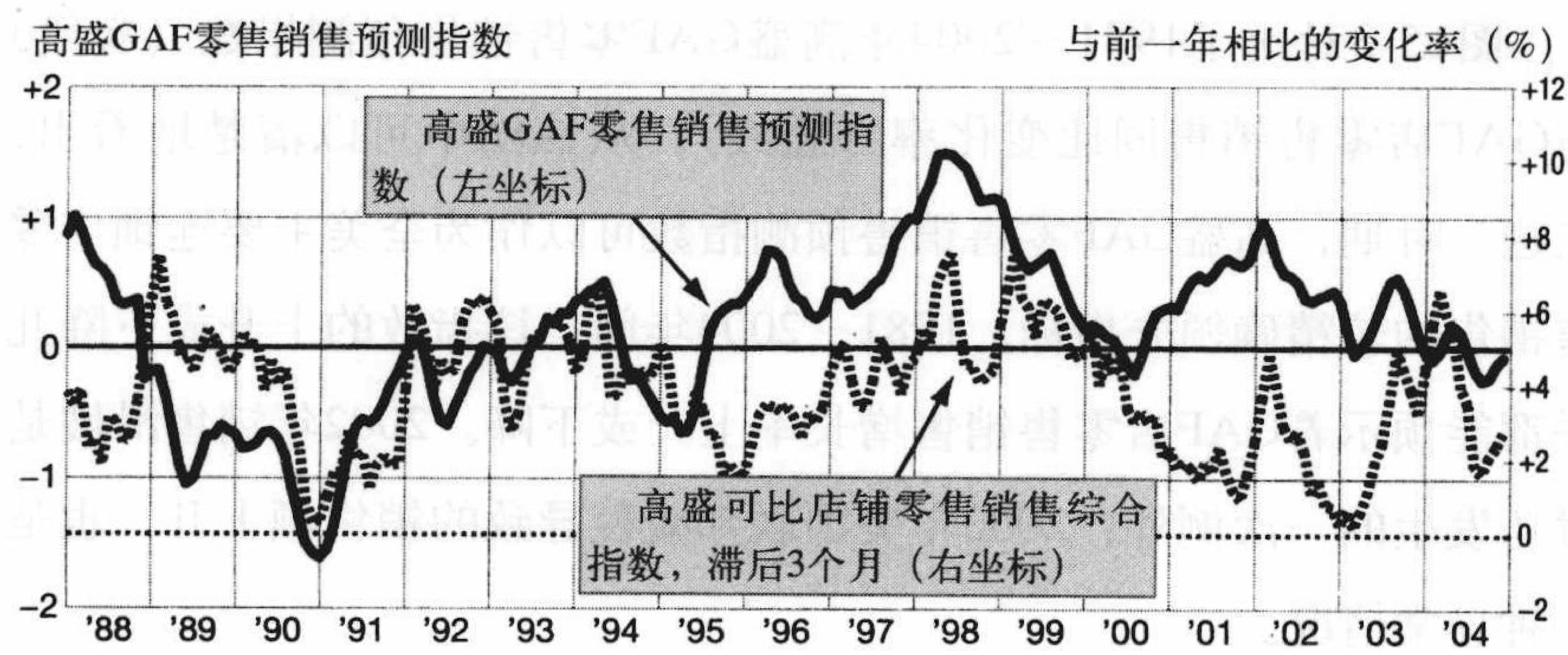
图15-3 高盛GAF零售销售预测指数：日用百货店销售额的有效领先指标

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Goldman Sachs research.

除了考察政府提供的相关数据，高盛集团的研究人员还构建自己的连锁店零售销售指数，即高盛**可比店铺零售销售综合指数**（retail comparable-store sales index），高盛根据美国30多家零售商的可比店铺销售增长月度数据，通过加权计算得出该指数。图15-4比较了高盛GAF零售销售预测指数与可比店铺零售销售综合指数，从图15-4中可以看出，前者具有很强的预测能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



高盛可比店铺零售销售综合指数（虚线，右坐标）是根据美国30多家主要零售商正在营业的店铺而编制的销售增长率加权指数，其中营业店铺不包括过去12个月内开业的店铺。一般情况下，高盛GAF零售销售预测指数（实线，左坐标）也是这些公司销售增长趋势的一个可靠领先指标（见图15-3的解释）。

图15-4　高盛GAF零售销售预测指数与可比店铺零售销售综合指数

资料来源：Goldman Sachs research.

15.6.1　预测某公司：以沃尔玛为例

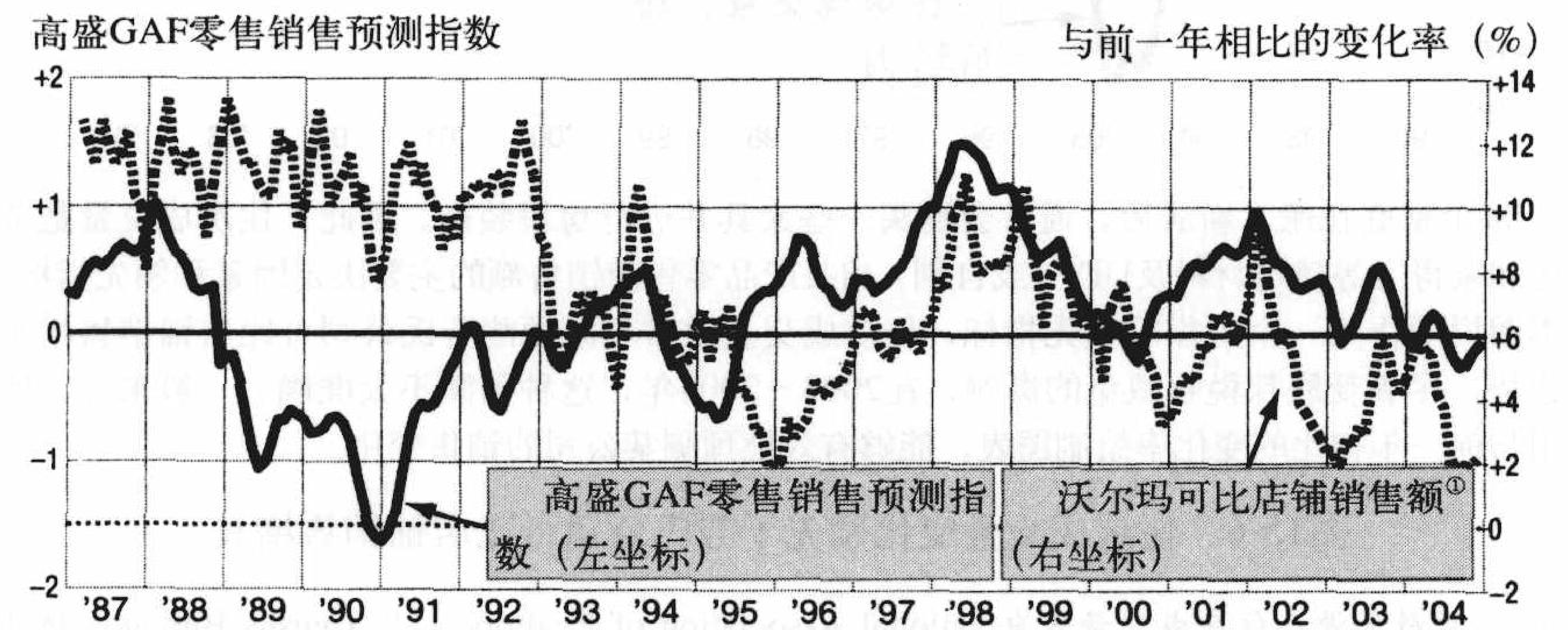
假定高盛GAF零售销售预测指数在历史上能够较好地预测全美GAF店零售销售总额增长的上升和下降趋势，那么，合理的逻辑推论是，这一指数也能用于预测GAF店零售销售所涵盖的各大公司的销售增长趋势。

图15-5比较了1987年至今，高盛GAF零售销售预测指数（实线，左坐标）与沃尔玛可比店铺销售增长（虚线，右坐标）。尽管沃尔玛的可比店铺销售在1992年的增长率超过了10%，但此后，该数字与GAF店零售销售增长率的周期性变化越来越紧密地联系在一起。因此，如图15-5所示，自1994年开始，高盛GAF零售销售预测指数通常可以作为预测沃尔玛可比店铺销售业绩上升和下降趋势的可靠领先指标。

上述分析再次说明，前文中用于研究宏观经济序列因果关系的绘图方法，同样适用于分析GAF店零售销售等具体行业部门的指标，甚

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至是某公司销售增长的变化。这一发现帮助两类人员开拓了预测思路：（1）公司的管理者，如果他们能改进提前预测的质量，就能更好地根据业务需要安排库存、控制费用；（2）分析师和投资者，由于已经投资于一些企业，这些人需要尽力地去预测经济周期中的拐点。对商业人士和投资者来说，由于缺少行之有效的预测原则和方法，可以说，上述发现非同小可。



全美目前最大的零售商——沃尔玛，截至1992年，可比店铺销售增长率（虚线，右坐标）一直稳定在9%～14%。然而，在过去十几年中，沃尔玛的销售增长与整个零售业的增长趋势越来越紧密地联系在一起。因此，高盛GAF零售销售预测指数（实线，左坐标）目前已经成为预测沃尔玛可比店铺销售增长的理想领先指标。

图15-5 高盛GAF零售销售预测指数与沃尔玛可比店铺销售增长

① 国内所有公司的销售额。

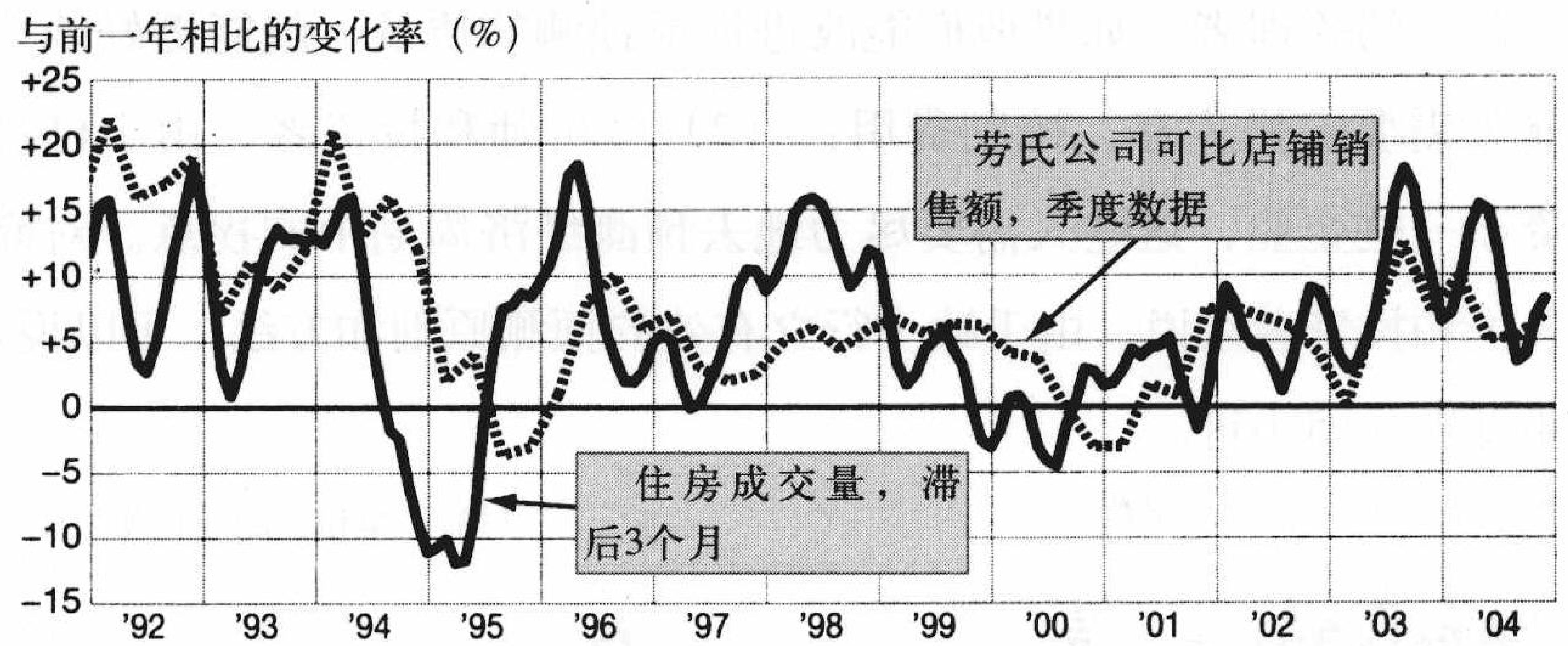
资料来源：Goldman Sachs research, Wal-Mart Stores Inc.

15.6.2 预测某公司：以劳氏和家得宝为例

前文已经说明，住房成交量衡量了搬入新居的家庭数量，从逻辑上看，它与地毯以及其他住宅相关产品的销售之间存在较强的预测与被预测关系。这种关系同样存在于住房成交量与家居装修或DIY（自制）等相关产品销售之间，比如，劳氏和家得宝都属于销售这类产品的零售商。显而易见，一个家庭在迁入新居的第1年中，往往需要大量添置地毯、窗饰、梯子、割草机和地下室用隔板等各种适合新房用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

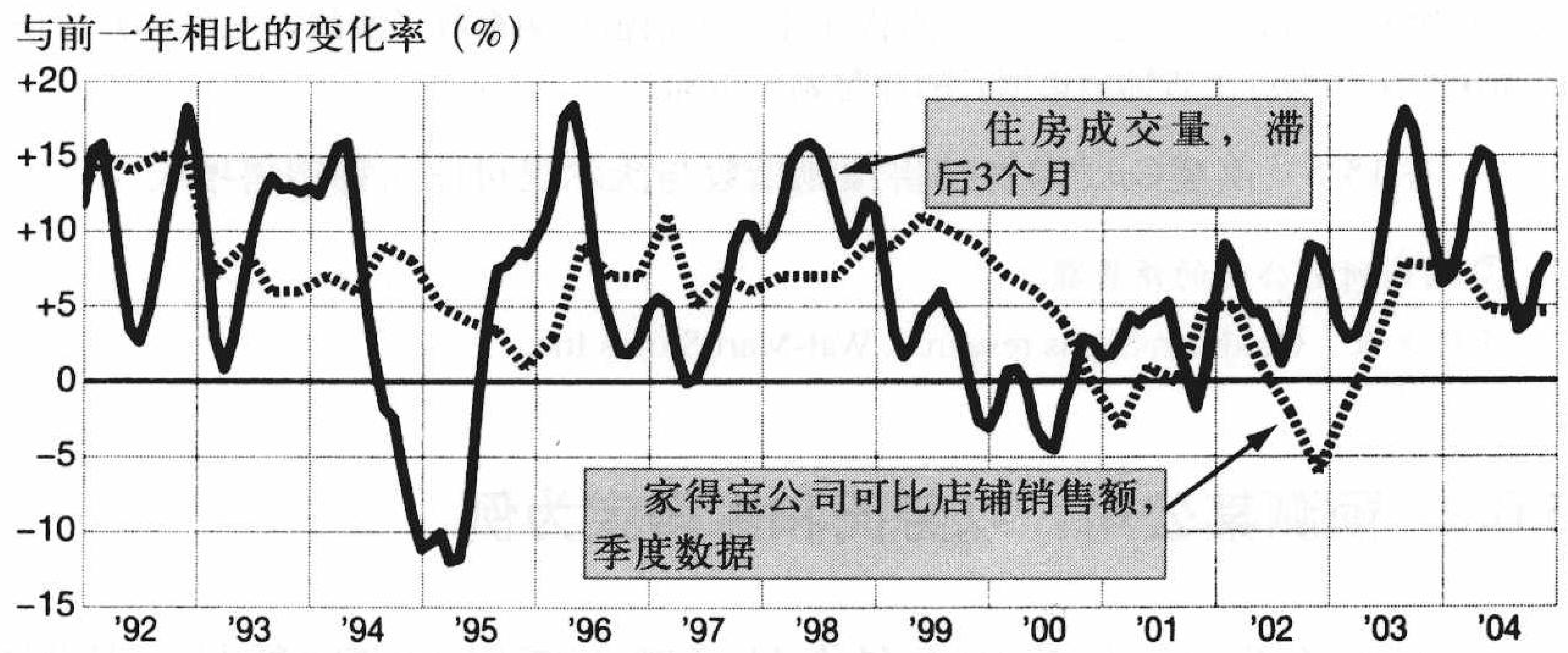
的大件商品。



每个家庭在搬入新居后，通常会购买一些家具并进行房屋装饰。因此，住房成交量是劳氏和家得宝等建筑材料及DIY（或自制）相关产品零售商销售额的主要决定因素和领先指标。本图说明作为一个可靠的领先指标，住房成交量通常可以预测劳氏公司可比店铺销售增长趋势，尽管受联邦税收减免的影响，在2003～2004年，这种预测不太准确。一般来说，使用与前一年相比的变化率绘制图表，能够有效地预测某公司的销售变化。

图15-6　住房成交量变化领先于劳氏公司可比店铺销售增长

资料来源：住房成交量来自National Association of Realtors, U.S. Census Bureau；销售额来自Lowe's Cos。



与对劳氏公司的分析相同，作为一个可靠的领先指标，住房成交量通常能够预测家得宝公司可比店铺销售增长趋势。

15-7　住房成交量变化领先于家得宝公司可比店铺销售增长

资料来源：住房成交量来自National Association of Realtors, U.S. Census Bureau；销售额来自The Home Depot, Inc。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图15-6和图15-7分别对比了住房成交量同比变化率与劳氏、家得宝可比店铺销售增长。过去十几年来，住房成交量变化率能够有效地预测劳氏公司的销售变化。与沃尔玛早些年的销售变化类似，截至1992年，家得宝公司的可比店铺销售增长率稳定在10%或以上，与经济走势没有太大关联。然而，自1993年开始，家得宝公司的销售增长与经济趋势的关系越来越密切，因而，住房成交量可以作为预测家得宝公司销售变化的有效领先指标，而在最近三年，即2002～2004年，两个序列更趋向于同步变动。

15.7　制造业生产和资本支出

大多数消费品的生产商，可以在个人消费支出或零售销售序列中，找到某部类或某具体子类的指标，作为预测本企业产品销售周期性变化的领先指标（参见附录C中美国经济分析局的相关数据序列分类）。

如图15-2所示，住房成交量是地面装饰店零售销售的较好领先指标，对生产类似产品的公司来说，住房成交量也可以作为预测这些公司销售额的可靠指标。图15-8描绘了自1968年以来住房成交量与地毯、家具等行业的工业生产，从图中可以发现，前者也能成功地预测后者。地毯和家具等产品的工业产出是一个易变的序列，但这个序列总是跟随着住房成交量增长率的上升和下降而变化，图15-8清晰地说明了这两个序列在历史上周期性波动的波幅和波长。

类似地，资本品的生产商，比如建造厂房和办公楼的建筑商、生产机器设备的企业等，可以追踪消费支出，或某类产品的零售销售额，作为自己业务变动的领先指标。图15-9对比了耐用品消费支出同比变化率和金属加工设备的工业生产变化率，其中，金属加工设备指在汽车、家用电器等耐用品生产和装配过程中使用到的金属冲压、弯曲、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

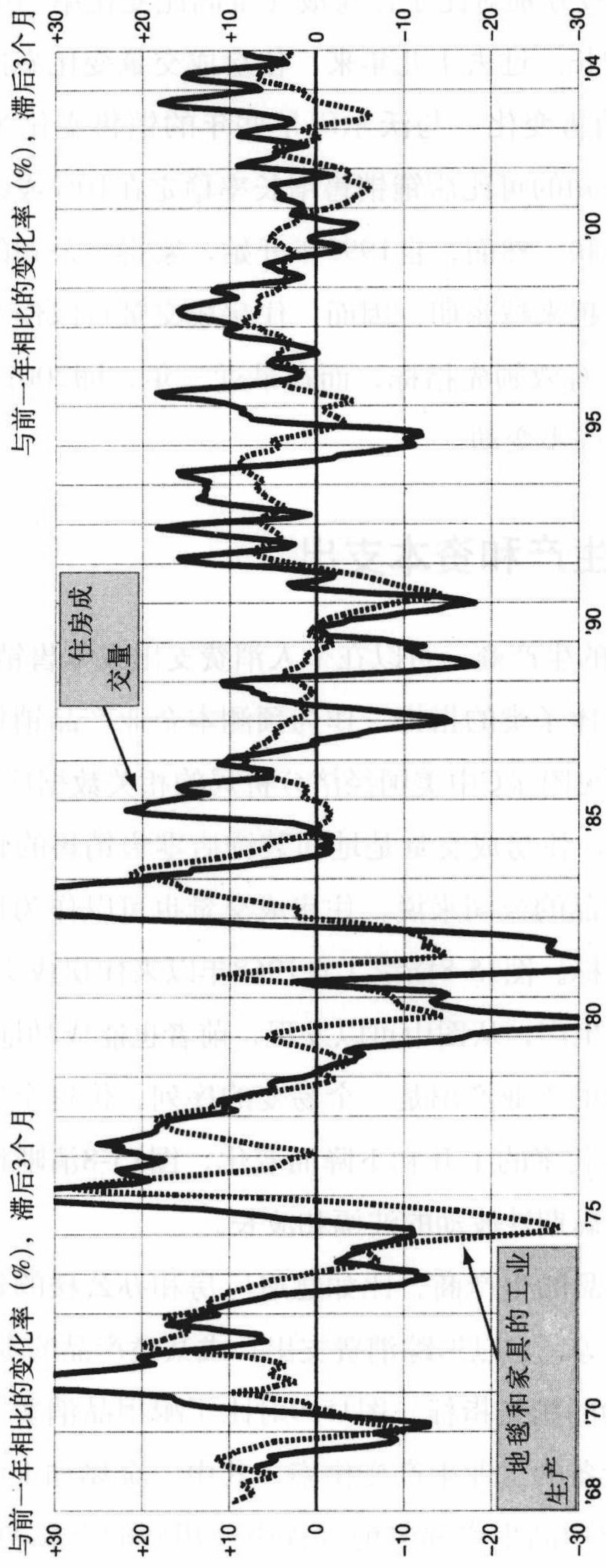


图15-8 住房成交量与地毯、家具的工业生产

资料来源：住房成交量来自National Association of Realtors, U.S. Census Bureau；工业生产来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

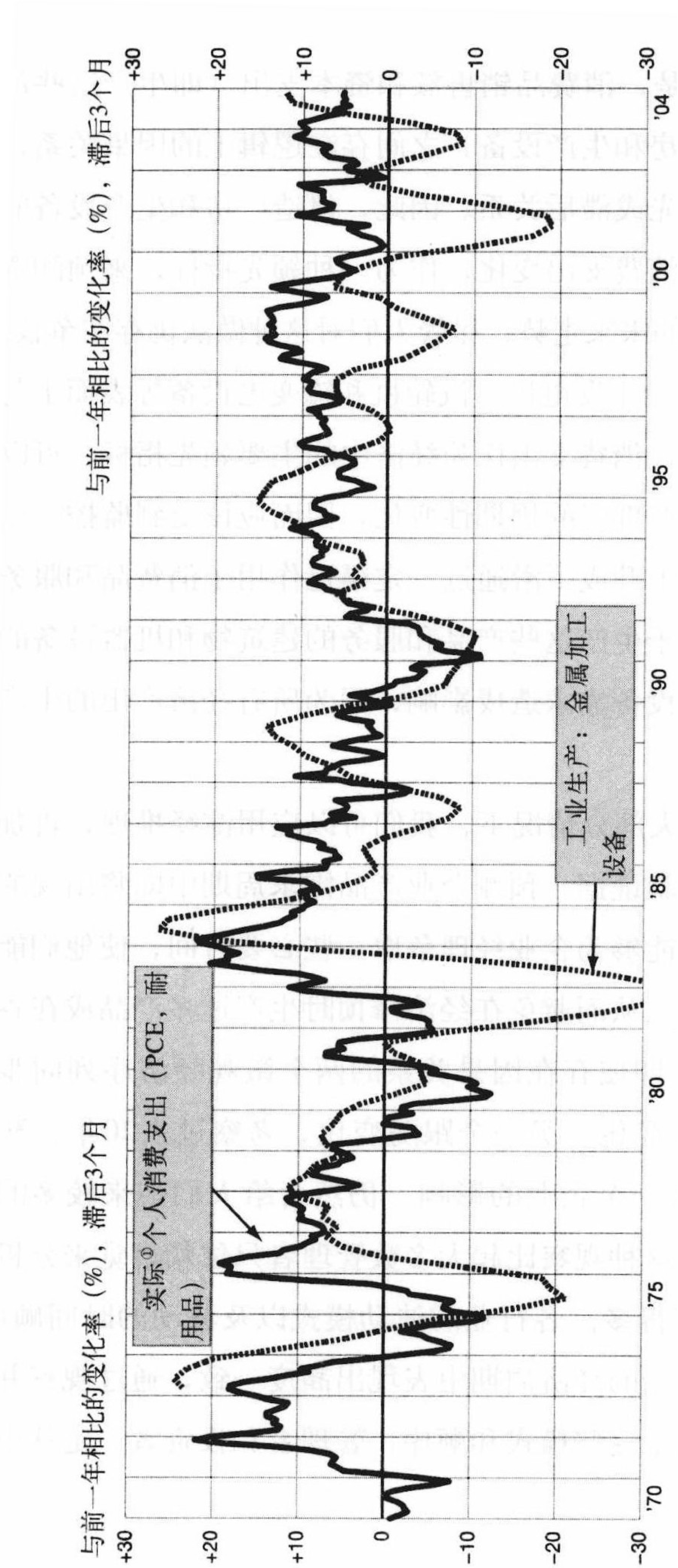


图15-9 实际①消费支出（PCE，耐用品）与金属加工设备的工业生产

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；工业生产来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成形等加工设备。

需要再次说明的是，消费品销售额和资本支出（即生产这些消费品所需预先建造的厂房和生产设备）之间存在逻辑上的因果关系，而这又表现为明显的领先或滞后关系。因此，建造厂房和生产设备的企业，可以使用对应的消费支出变化，作为一种领先指标，来预测资本支出部门周期性波动的未来走势，尽管人们对这种做法仍存在争议。

如图15-10所示，对于发电机、汽轮机和输变电设备等表面上与消费支出无关的资本品，消费支出作为经济中的主要领先指标，可以用来预测这些资本品生产部门的周期性变化，因而应该受到监控。原因很简单：消费需求的上升或下滑通过一定渠道作用于消费品和服务的生产，接着影响到用于生产这些产品和服务的建筑物和机器设备的需求，并进一步对电力设备需求造成影响，因为所有经济产出的生产都离不开电力。

上述分析表明，大部分情况下，我们可以应用演绎推理，再加上以图表形式表述的经验证据，预测企业产品需求周期中即将出现的拐点。尽早地预测拐点能够为企业经理争取一些必要时间，使他们能够及时地改变业务计划，从而避免在经济峰顶时生产过多产品或在谷底时过多地削减产量。即使存在因果关系的两个微观经济序列同步变化，而不是一个领先变化、另一个跟随变化，考察过去20年、30年或40年的经济周期对一个企业的影响，仍然会给人们带来较多的启示。可以肯定的是，这种观察比起大多数管理者只依赖直觉来分析经济波动的做法，要好得多。各行业的波动模式以及波动的时间顺序，在过去几十年周而复始的经济周期中表现出高度一致，通过观察并采用经验研究方法来衡量这些模式和顺序，管理者和投资者一定从中受益匪浅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

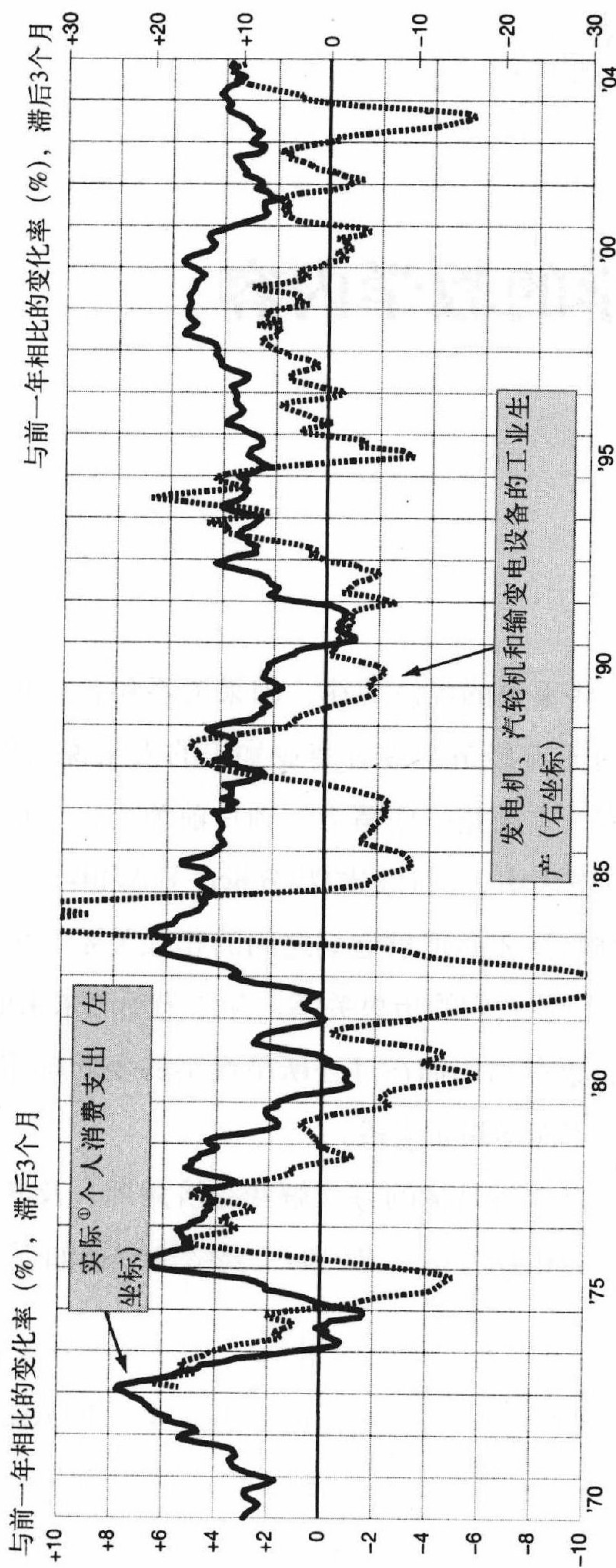


图15-10 消费支出与发电机、汽轮机以及输变电设备的工业生产

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；工业生产来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第 16 章

改变经济学的教学内容

本书已经讨论了一些重要的经济规律、因果关系和各种复杂的图表，其中一些内容，对于有经济学或者商业知识的人来说很好理解，但要完全掌握这些内容，需要花一些精力。到目前为止，各章内容已经表明，即使在简单的图表中，同时追踪和分析序列A和B、熊市以及经济衰退，也需要全神贯注才能理解它们之间的相互关系。但是，如果没有借助图表解释、记录它们的历史关系，并作为预测未来的基础，本书所探讨的经济、股票市场周期在过去所呈现出的变动顺序，将只能是一种理论研究，而不能运用于实践。

本书的主要目的是以通俗易懂的方式解释经济周期，及其与股票市场在历史上一贯存在的相互关系，得出的主要结论概括如下。

- 使用一种新的方法，界定了经济周期，并对其进行监测。这种新方法就是利用与前一年相比的变化率（ROCET）追踪数据，而不是采用传统方法追踪序列的绝对水平（绝对上升与下降）或考察它们的易变性。传统方法混淆

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了与前一年相比的增长率和与前一个季度相比的增长率，而这种新方法使我们能够更直观地考察几十年来的经济周期，并从经验研究角度透彻地理解它。

- 使用这种新方法后，本书发现，各经济指标在不同经济周期中的波动顺序表现出惊人的相似。图16-1说明了这种“经济周期时间表”，该图最初在第2章提出。本书的主要任务就是证明各经济指标实际上已经表现出上述顺序。经济周期时间表描绘了经济和股票市场周期中一贯存在的顺序，借助这张新图以及改进后的各经济指标监测方法，我们就能在经济预测中真正走在曲线之前。
- 本书使用追踪数据的新方法，分析了股票市场与经济周期的关系，发现二者的关系存在一致性。因此，在理论上，如果我们能预测出关键的经济拐点，就能更有效地实施买入或抛出股票的策略。
- 把已经掌握的宏观分析方法运用到微观层面，这种做法使我们至少能试着预测某行业或公司的未来前景。企业经理在考虑自己行业或公司的需求周期时，不必再担心自己的经济学知识不足以应付这项工作。

这些结论帮助我们以一种分析的眼光、用一种经验研究的基本方法，审视每天涌现的各种纷繁杂乱的经济报道。

假如企业经理希望使用本书的方法来开展工作，他们必须确定企业期望预测，或者至少是希望掌握的数据序列，比如，公司的销售额、用于包装的纸板箱价格、消费总支出等。接着，他们需要选择一些影响因素（即自变量），这些因素的序列在逻辑上与公司期望预测的数据序列存在关联，最后，把两个序列与前一年相比的变化率绘制在一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

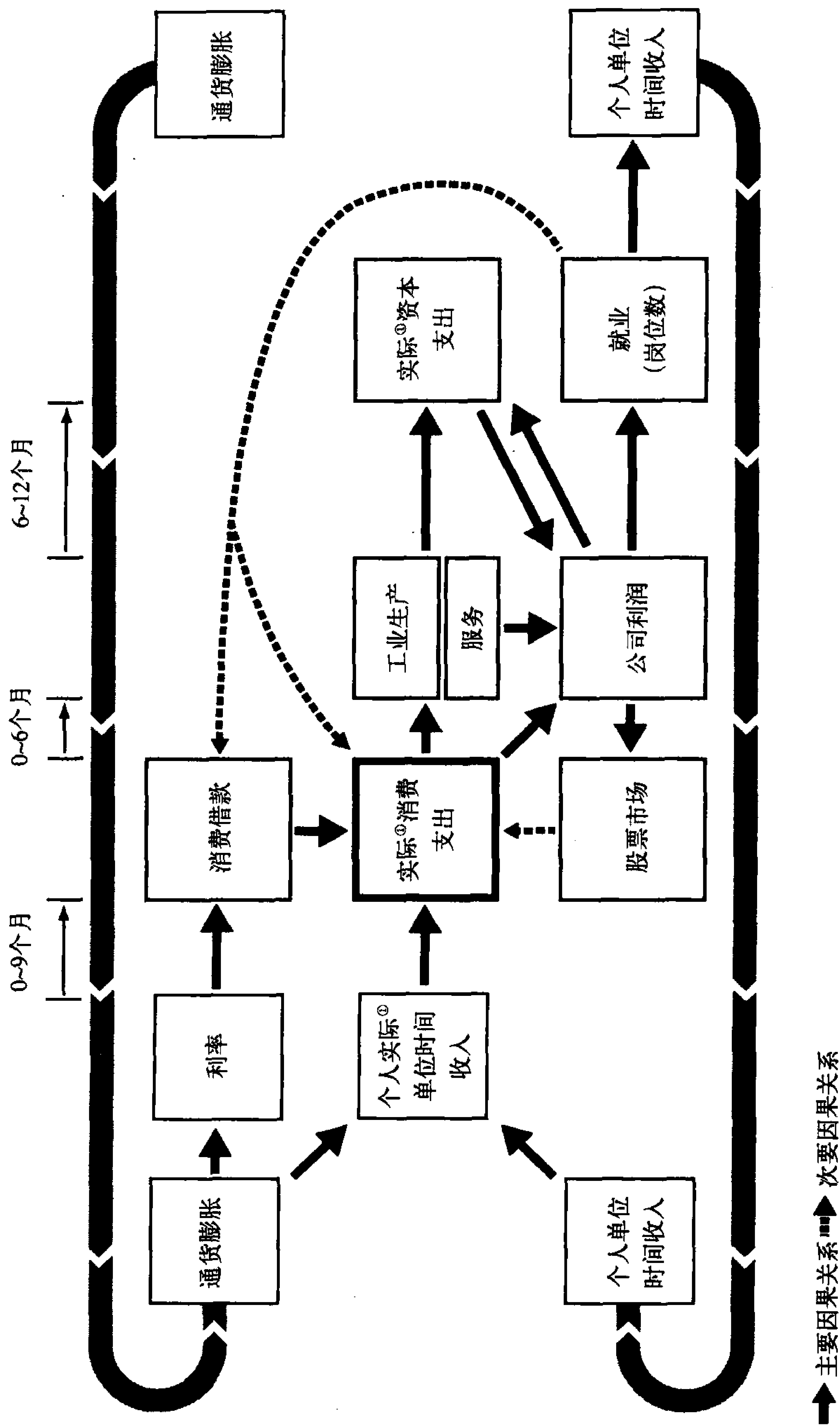


图16-1 经济周期时间表

① 经过通货膨胀调整。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张图中。

在大多数情况下，我们可以从公司、经济组织或某些网站上找到想要的数据，借助微软的Excel程序，分析数据、绘制清晰的图表以完成工作。只要掌握了基本操作，任何人都能使用这种被广泛运用的统计管理软件。Excel软件的功能相当强大，足以满足图表绘制的需要，而且这种软件相对容易掌握，界面直观，使用起来比较方便，对工作很有帮助。

16.1 一个全新的经济视角

虽然理解经济运行不是一件简单的事情，但是我们不应该无所作为，而应该尽力去了解。本书旨在提出一种容易掌握的方法，在两种令人不太满意的极端方法间另辟蹊径，以便更好地理解经济运行。

- 全盘接受深奥的经济学理论或计量经济学模型给出的预测结论。普通工作人员几乎不可能理解这些理论和模型，而且这些预测结论也没有比其他方法得出的结果更准确。
- 每天机械地大量接受缺少事实根据、相互矛盾的经济报道和预测，并只凭借毫无根据的直觉来推测未来的经济走势。

到目前为止，假如本书已经成功地运用所提出的方法，解释了经济运行，读者就应该有足够的能力正确地评价各种经济新闻。

在本书的写作后期，我注意到2005年3月8日的《纽约时报》商业专栏发表了一篇文章，题目是“企业提高支出水平预示着经济发展态势良好”。这篇文章谈到，“当前，各种指标表明经济发展态势良好：企业投资快速增长，通货膨胀比前几个月有所下降，即使实际工资增长率没有上升，就业也在攀升。许多经济学家已经将今年经济增长的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预期，从3.5%左右提高到4%甚至更高。”文章引用了一位经济学家的观点：“显然，企业已经相信，此时应该增加支出和雇用工人。”在文中，另一位经济学家提出：“奇怪的是，几乎所有的设备支出在经济活动高涨中都提高了。”一个月后，即4月初，股票市场在两周内下跌了5%，经济学家和投资者开始表现出对经济增长放缓的普遍担心。

根据本书对经济周期中各指标变化顺序的分析，现在，读者应该能正确评价这篇文章中关于经济前景的乐观看法。前文指出企业投资、资本支出（第7章）、就业和失业（第11章）都是在经济周期中最后变动的滞后指标，它们表明了已经发生的经济状况，而不会预示未来的经济走势。第10章说明实际平均单位时间收入（实际工资）是一个领先指标，通常可以预测消费支出和其他经济指标的未来走势。因此，发表在《纽约时报》的这篇文章指出资本支出和就业增长，同时实际收入下降，这些信息都预示着，当时的经济态势与历史上经济增长末期的情况一样，此时，人们应该对经济走势保持谨慎而不是乐观。

使用图表分析各指标在40多年经济发展历史中的领先和滞后关系，有助于提高人们评价此类经济报道的能力。

16.2 从经济学入门课开始

我认为，人们应该在经济学教学中引入一些更实用的方法，其中包括本书所讨论的一些方法。无论是初学者还是高年级学生，都需要了解主要宏观经济数据序列间的相互关系，尤其是这些序列如何随时间推移而相互影响。

学生在修读经济学课程时花了大量时间和精力学习需求价格弹性、劳动的边际生产率等各种概念，同时，使用不同的理论图表解释变量间的因果关系，比如，x与y两条线相交于b，对a有何影响，这些学习

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经历一定使学生印象深刻。然而，教科书中的大多数图表仅仅是为了解释理论，因而没有数字刻度，也很少有图表描绘宏观经济数据序列间真实的相互关系，或者使用现实世界中的历史经济数据来验证理论。经济学的入门课程几乎不介绍宏观经济预测，而这种预测建立在对经济因果关系的充分理解上。

不要误会，对准备从事经济学研究的人来说，这并没有否定全面深入地学习各种经济理论的必要性。然而，无论是初学者，还是硕士或博士研究生，学会用**一种简单的方法**收集和处理手头的数据，并**保证分析结果易于理解**，能够被方便地应用于现实生活中的政策制定、企业经营和投资，对他们来说，这种能力也是必不可少的。即使是教授初级经济学，如果教师不向学生讲授如何有效地使用丰富的历史经济数据和资料，这就如同在讲授物理或化学课时不使用实验室。那些在本科或商学院学习经济学的学生，在毕业后经常感叹，他们不能将在学校中学到的知识和分析方法运用到现实生活中。

运用操作性强的经验研究方法分析现实世界中的经济数据序列，这种观念和做法应该被引入经济学教学中。我希望，本书能在这方面起到抛砖引玉的作用。

毫无疑问，我们可以提高理解经济运行和股票市场的能力，尽早地判断出当前经济处在周期的哪一个阶段，之前的经济状况怎样，未来走势又如何，等等。我希望，本书的相关内容能够影响读者对未来经济运行和股票市场的思考方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AHEAD OF THE CURVE

附录A

信贷

消费支出波动的影响因素

鉴于消费支出在经济和股票市场运行过程中所起的重要作用，我们必须关注消费借款在加速或减缓消费需求方面的显著影响。第12章讨论了利率和消费支出之间的关系，并指出了消费借款的重要性。需要强调的是，图10-9说明了就业和消费信贷增长的共同效应，这种效应对个人实际单位时间收入增长起到了杠杆作用，带动了实际消费总支出的显著增长。

然而，正是通过这种杠杆作用，消费借款或信贷对消费支出的影响，才刚好与个人实际单位时间收入一致。因此，与个人实际平均单位时间收入以及驱动信贷的利率等领先指标不同，消费借款在消费支出的预测中并没有同等的重要性，为此，前文没有讨论消费借款，而是把相关内容放在了附录中，尽管这些内容是经济中一个有趣的话题。

美国是一个借款者居多的国家，第10章指出美国的国民储蓄率低于大多数发达国家，即总储蓄与总借款（**负储蓄**）之差小于这些国家。债务和借款在美国国民经济生活中的作用是一把双刃剑。一方面，与国际贸易合作伙伴相比，美国三大经济部门——消费者、企业和政府

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的大规模借款已经成为一种危险趋势，可能对经济产生不利后果。另一方面，借款对消费支出的带动作用仍然是强有力的，从而，借款也是经济需求链的强劲驱动因素，第7章曾经讨论过这条需求链由消费支出、生产和资本支出构成。如果美国家庭在现实中通过减少消费支出来偿还大部分债务，那么从短期来看，这将对经济需求造成严重的负面影响。

为了分析信贷对消费支出的影响，这里着重讨论分期付款消费信贷，不考虑住房抵押贷款和住房权益贷款。大多数消费者通过住房抵押贷款或住房权益贷款，来购买或充分利用他们最大的资产——住房。与消费者的其他资产不同，在较长时间中分期付款的住房，其成本（即利息支付）被看成是消费者每天生活费用的重要组成部分。20世纪90年代末到2003年，随着其他利率的下降，住房抵押利率也大幅度下降，这使得大量的住房所有者用已经进行抵押贷款的住房，再次向银行抵押贷款。

由于利率下降，许多消费者负担的抵押贷款成本明显地下降，这大大提高了他们对其他产品和服务的消费能力。而另一些消费者大幅度地提高了住房抵押贷款的数额，虽然总的抵押贷款成本与利率下降前相同，但消费者获得了更多的可利用资金。这些增加的资金被用于改善抵押贷款住房的居住条件、储蓄或投资，毫无疑问，还有一些消费者将这些资金全部用于消费支出。与住房抵押贷款相关的这部分消费支出数据很难追踪，也不容易找到，况且它们对预测的作用也不大，所以这里不考虑这部分消费支出。

A.1 借款对消费支出的影响：一种引起误解的表述

借款是提高消费者消费能力的另一个重要来源，通常与个人实际

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单位时间收入一样，对消费需求有重要影响。正常情况下，消费者借款的主要目的是为了满足即期购买产品和服务、或者是偿还其他消费贷款的需要。根据本书的研究目的，这里，**消费借款**指的是分期付款消费信贷，这一数据由美联储公布。分期付款消费信贷由两部分组成：一是循环信贷，主要指金融机构通过消费者信用卡发放贷款；二是非循环信贷，主要包括与某类具体消费相关、由金融机构直接向消费者发放的贷款，比如，汽车、家用电器、旅行和家居装修等消费贷款。

一些经济学家和商业报道的作者使用了错误的基本方法，来评价信贷数据及其对消费支出增长的影响。和其他经济指标一样，人们往往过于担忧未偿清的消费者债务**水平**，既包括消费者债务的绝对水平，也包括相对于消费者个人可支配收入总额的相对水平。然而现实中，未偿清的消费者债务绝对水平，往往**滞后**于消费支出与前一年相比的变化率，因为在消费支出上升或下滑期间，随着借款增长率本身的上升或下降，未偿清的累计债务量增加或减少，所以，累计借款量在经济周期的终点而不是起点达到最高水平，把累计借款量作为领先指标没有任何意义。

A.2 了解信贷的影响：计算“变化量的变化”

如果要掌握消费借款对消费支出的影响，我们必须深入到经济内部，放慢速度、集中精力、认真地考察经济中客观存在的关键细节，而不是凭直觉做出判断。其中一个关键细节就是，在经济运行的任何一年中，**只有**当年**新增的借款**能够用于消费支出。然而，为了弄清楚借款对消费支出**同比增长率**和经济**增长率**的影响，我们必须计算与前一年新增借款（债务的变化）相比，当年新增借款（债务的变化）变化对消费支出的影响。在评估消费信贷对消费支出同比增长率的影响时，我们必须衡量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种未偿清债务“变化量的变化”，即计算**二阶导数**。

大多数经济分析的错误在于，只考察给定时间内未清偿的分期付款债务**水平**，或者给定年份中未清偿的债务净增量。然而，如果经济分析没有考虑**当年**债务变化量与**前一年**债务变化量相比有何变化，这种分析就会忽略这些变化对消费支出同比变化率和宏观经济增长的影响。

A.3 一个实例

下面用一个实例更直观地解释消费信贷对某消费者消费支出的影响，以便更好地把握上述概念。表A-1说明了4年内消费信贷对约翰消费支出的影响，约翰是一位虚构的消费者，每年的税后个人收入为40 000美元，且在4年中保持不变。

表A-1 信贷的影响：一个实例

	第1年	第2年	第3年	第4年
1. 净收入（美元）	40 000	40 000	40 000	40 000
未偿清的债务（美元）				
2. 年初（美元）	20 000	21 000	26 000	29 000
3. 年末（美元）	21 000	26 000	29 000	29 000
4. 债务的增加（当年的净借款）（美元）	1 000	5 000	3 000	—
5. 增加的百分比	5%	24%	12%	—
6. 总消费能力				
（第1项和第4项之和）	40 000	45 000	43 000	40 000
与前一年相比的增量（或减少量）	—	5 000	−2 000	−3 000

第1年年初，约翰的分期付款债务为20 000美元，这是前一年借款的累计数额。这一年年中，约翰又借款1000美元，因此，约翰在当年的未偿清债务增加了5%，即从年初的20 000美元增加到年末的21 000美元。所以，约翰在这一年的消费能力为41 000美元（税后收入40 000美元和新增借款1 000美元之和）。[1]

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2年，约翰对自己的经济状况非常乐观，决定外出度假2周。这一年，他又借款5000美元，债务增加了24%，即从21 000美元增加到26 000美元，当年消费能力为45 000美元，比前一年增长了近10%。

从表A-1中可以清楚地看出，消费借款对消费支出的影响具有一定迷惑性，这在第3年体现出来了。在这一年，约翰仍然觉得自己的经济状况较好，因此又借了3000美元，未偿清的债务总额又增加了12%，即从26 000美元增加到29 000美元。此时，经常观察经济走势的人，通常认为人们通过借款表现出对经济持续增长的十足信心。然而，与第2年的5000美元相比，约翰在第3年的新增借款（未偿清的债务增量）仅为3000美元，实际上，消费能力下降了4%，即从45 000美元下降到43 000美元。

第4年，约翰认为经济开始出现疲软，决定不再借款。因此，这年末，他的债务水平与年初一样，为29 000美元，消费能力在第4年又下降了3000美元或7%，恢复到40 000美元，在这个水平上，约翰至少能维持收支平衡。

通过约翰的例子，我们能够更深入地了解信贷对国民消费支出的影响，而这种影响往往被一些经济观察者忽略了。4年中，约翰的债务从20 000美元增加到29 000美元，即增长了45%，但是其购买力在最后2年却下降了。即使约翰继续借款以维持较高的消费支出，只要某年的借款（债务增量）小于前一年，他的消费能力就会下降。

A.4 测算经济中信贷的实际影响

我们可以按照下列步骤，运用前文提到的原则，从宏观经济的角度，计算消费借款的上升或上降对消费支出同比增长率的影响。

- 当年未偿清的分期付款债务的净增加（影响当年的消费支出）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

- 减去前一年未偿清的分期付款债务的净增加（影响前一年的消费支出）。
- 等于对消费支出同比变化率产生的影响。
- 再除上年的消费支出。
- 等于用百分比衡量的分期付款信贷对消费支出同比变化率产生的影响。

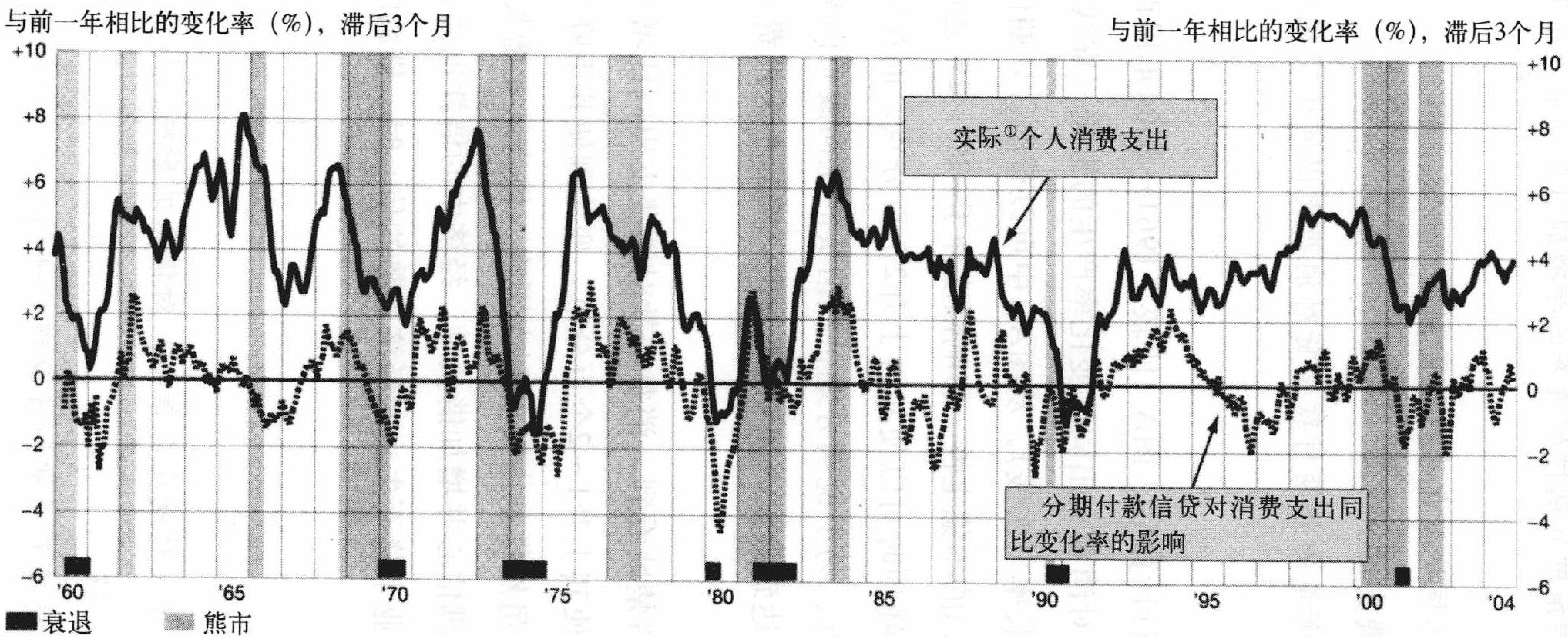
根据上述步骤进行计算后，图A-1比较了1961～2004年用百分比衡量的分期付款信贷对消费支出同比变化率产生的影响（虚线），与实际消费支出同比增长率（实线）。从图A-1中可以看出，分期付款信贷的影响通常具有较强的不稳定性，影响幅度介于–2%～2%之间，在消费支出增长率达到峰顶时可以使其再上升2个百分点，而在谷底时使其再下降2个百分点。为了说明分期付款信贷的正向或负向影响在消费支出周期中何时达到最大，图A-1还画出了实际个人消费支出同比变化率曲线。

从图A-1中可以清楚地看到，消费借款对消费支出同比增长率的影响频繁地变动，从使其上升1～2个百分点，变化到使其下降1～2个百分点。一般来说，虽然借款主要受利率影响，但当就业增长强劲、消费者对经济走势充满信心并增加借款时，经济中的借款也会大幅度增加。而当人们因就业下降而失去对经济走势的信心时，借款的负向影响达到最大。[2]

这包含两层含义：

- 就业状态良好（或对就业有信心）对借款的影响，与就业的滞后特征相一致。
- 借款增长加速或减缓通常和就业增长强劲或疲软共同发挥作用：二者的强劲增长通过杠杆作用，使实际平均单位时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



消费借款与前一年相比的变化（虚线）使实际①消费支出增长率（实线）增加或减少2个百分点，而且消费借款的变化较不稳定。这些效应与实际消费支出增长率的变化同步出现，不能用于预测后者。

图A-1 消费信贷对实际①消费支出（PCE）同比变化率的影响是易变的

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：PCE来自Bureau of Economic Analysis；分期付款信贷来自Federal Reserve Board。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间收入增长带动了消费支出更大幅度的增长；二者与前一年相比的增长率下降时，实际平均单位时间收入增长率下降，从而消费支出增长率也下降到或低于实际收入增长率水平。图10-9清楚地解释了这一现象。

由于消费借款具有同步或滞后的性质，所以从变化顺序上看，该指标在经济周期中的位置比较靠后。在进行经济预测时，我们最好把该指标当做是次要因素。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录B

用图表描绘经济因果关系的方法是否适用于美国以外的其他国家

本书使用常理判断经济指标间的因果关系，并用图表方法描绘和追踪这些关系，及其在美国经济周期时间表的各阶段中如何表现出高度一致的先后变化顺序。作为在华尔街工作的分析师，我深入研究了经济运行的各个方面，预测美国零售业及其他经济部门的上升和下降趋势，而这种以常理为判断标准的图表方法是对我工作的总结，也是我的研究成果之一。然而几十年来，人们一直有这样的疑问：本书图表反映了美国各经济因果关系间长期存在的一致关系，这种一致性在其他国家或地区是否也成立呢？

为了充分认识其他国家与美国的经济规模，表B-1比较了2003年全球20个大国的国内生产总值、消费支出、人口、人均GDP及人均消费支出。美国的GDP和消费支出位居世界第一，遥遥领先于其他国家，日本位居世界第二。只有7个国家的GDP超过了10 000亿美元，根据世界银行的统计数据，这7个国家的GDP总和高达242 000亿美元，占世界GDP总和的比重超过了2/3。2003年，美国和日本的消费支出占全球消费支出总和的比重超过了40%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表B-1 2003年全球20个大国的GDP和消费支出

国家	人口数（100万）	GDP（10亿美元）	消费支出（10亿美元）	人均量	
				GDP（美元）	消费支出（美元）
美国	291	11 004	7 761	37 811	26 667
日本	128	4 296	2 440	33 653	19 117
德国	83	2 405	1 419	29 144	17 200
英国	60	1 799	1 134	30 208	19 038
法国	60	1·763	978	29 306	16 257
中国	1 292	1 417	636	1 096	492
意大利	57	1 472	883	25 626	15 374
加拿大	32	870	492	27 479	15 528
西班牙	41	842	487	20 497	11 854
墨西哥	104	639	438	6 131	4 207
韩国	48	608	326	12 711	6 823
印度	1 065	529	340	497	320
荷兰	16	513	253	31 703	15 653
澳大利亚	20	509	304	25 477	15 193
巴西	179	506	287	2 828	1 605
俄罗斯	144	430	214	2 985	1 483
瑞士	7	322	195	44 941	27 269
比利时	10	305	166	29 309	15 964
瑞典	9	302	147	33 640	16 391
奥地利	8	256	139	31 679	17 177
总计	3 655	30 786	18 769		

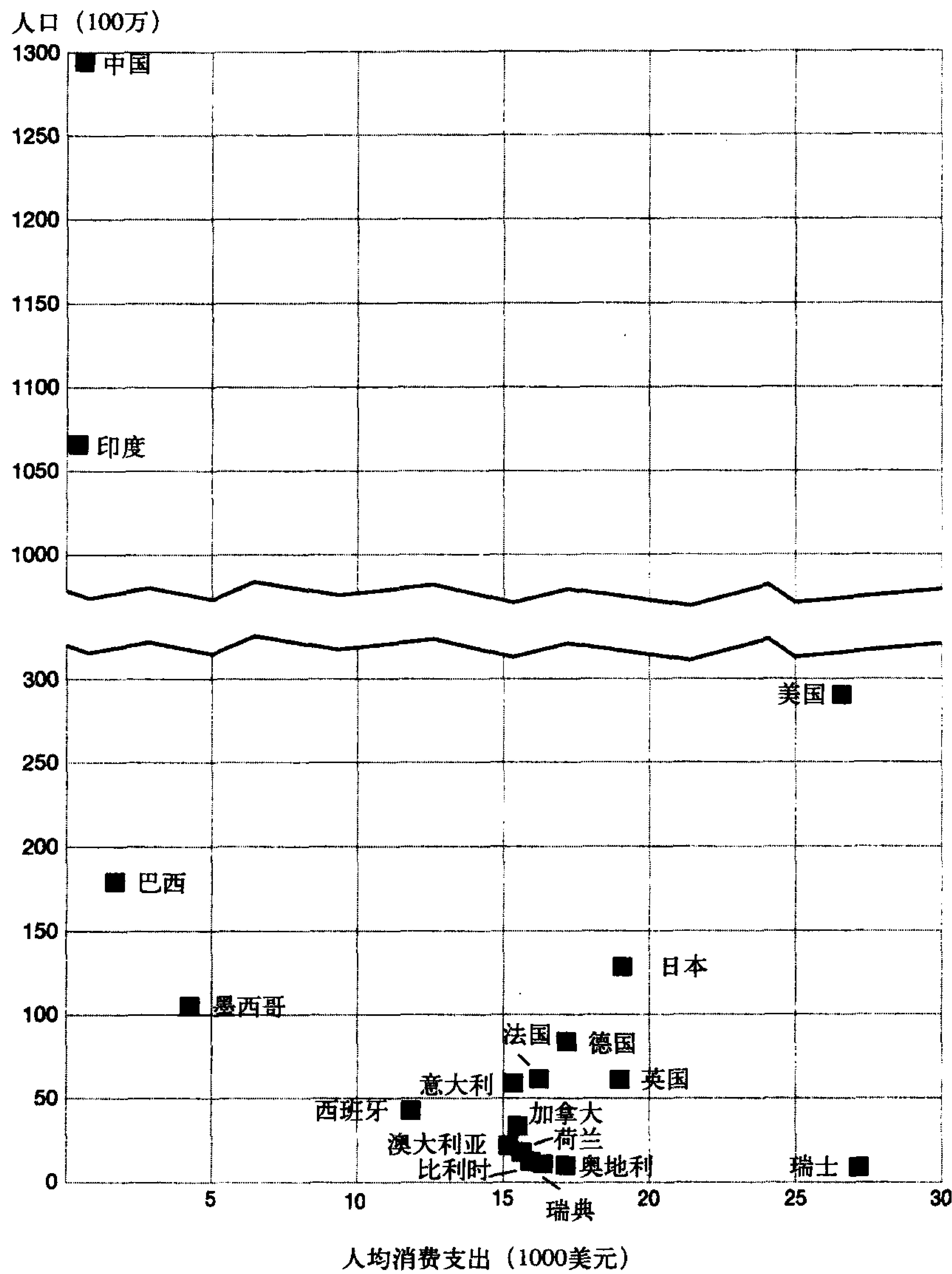
资料来源：Global Insight.

考察一国消费支出的有效方法是将其分解为两个组成部分：人口数和人均消费支出（见图B-1）。图B-1表明，从人口数和人均消费支出两项指标综合来看，美国和日本位居这些国家的前列。

当然，和美国一样，这20个国家也统计前文分析过的大部分或全部经济数据序列，包括消费支出、资本支出、工业生产、零售销售、公司利润、就业、股票市场等。然而，各国在数据序列的定义、计算和抽样方法等方面存在较大差异，大多数情况下，这些国家的数据不具有可比性。如果像本书分析美国那样，运用一整套图表分析其他国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家的经济因果关系，每个国家的分析都可以写成一本书，本书在这里就不再赘述，读者可以试着对这些国家进行完整的分析。



图B-1 2003年主要国家的消费支出

资料来源：Global Insight.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从一些国家经济增长的主要指标可以大致看出：本书发现美国经济存在一些可信的因果关系，其中的一些关系（并非全部）也适用于其他主要发达国家，如加拿大、德国、法国、日本和英国等。然而，人们可能从直觉上感到这些关系不适用于美国以外的国家，这有几个原因。首先是，20世纪后半期，美国经济规模在某种程度上不仅远远超过了欠发达国家，也超出了成熟经济中的发达国家，而位于世界首位。当然，这是相对的，而不是绝对的。其他国家的经济发展确实对美国经济产生了影响，然而，由于相对于世界其他国家而言，美国的经济规模十分可观，因此，其他国家经济发展对美国经济的影响远远小于美国自身GDP增长的影响。

第二个原因是，从净值的角度看，美国经济是相对自给自足的。2003年，美国出口仅占GDP的11%，进口占GDP的16%。虽然美国的贸易赤字相当于GDP的5%，但是出口和进口与GDP的比重都不像其他发达国家那么高。因此，如第7章所述，即使出口或进口发生明显变化，也不足以打破美国大多数产品消费支出和国内工业生产之间的因果关系。

然而，在出口与GDP比重较大的那些国家，如加拿大、法国和德国（见表B-2），对本国出口品的国外需求大幅度下降，会导致本国制造部门的生产萎缩，即使这些国家此时的国内需求较高。因此，消费支出到工业生产、资本支出、公司利润、就业甚至是股票市场之间的因果关系链将被打破。

第三个原因是，美元是被广泛使用的世界货币，许多国家将本国货币钉住美元。的确，美元对日元、欧元和其他主要货币汇率的几次下降，比如，2003～2005年间的下降，引起了人们的广泛关注。然而，相对于美国庞大的经济规模而言，美元汇率波动对美国经济周期与本书所讨论的美国国内因果关系链的影响微乎其微。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表B-2 2004年各国出口和进口占GDP的比重

国家	占GDP的比重（%）		
	出口	进口	贸易盈余（赤字）
美国	10.0	15.2	−5.2
加拿大	38.2	33.8	4.4
法国	25.9	25.4	0.5
德国	38.0	32.9	5.1
日本	13.1	11.2	1.9
英国	24.7	28.0	−3.3

资料来源：Global Insight.

B.1 其他国家的图表分析

阐述上述原因后，下面概括性地考察主要发达国家是否也存在本书讨论过的相同因果关系。在美国，这种因果关系链开始于消费支出，接着是工业生产、资本支出。一般来说，加拿大、德国、日本、英国和法国等发达国家也存在类似的因果关系链，尽管各经济指标在领先和滞后时间上因不同国家而有较大差异。显而易见，与消费支出相比，就业和失业都是滞后指标，这在其他发达国家中也是如此，而就业和失业的滞后性质对一些非专业经济观察者来说是违背直觉的。

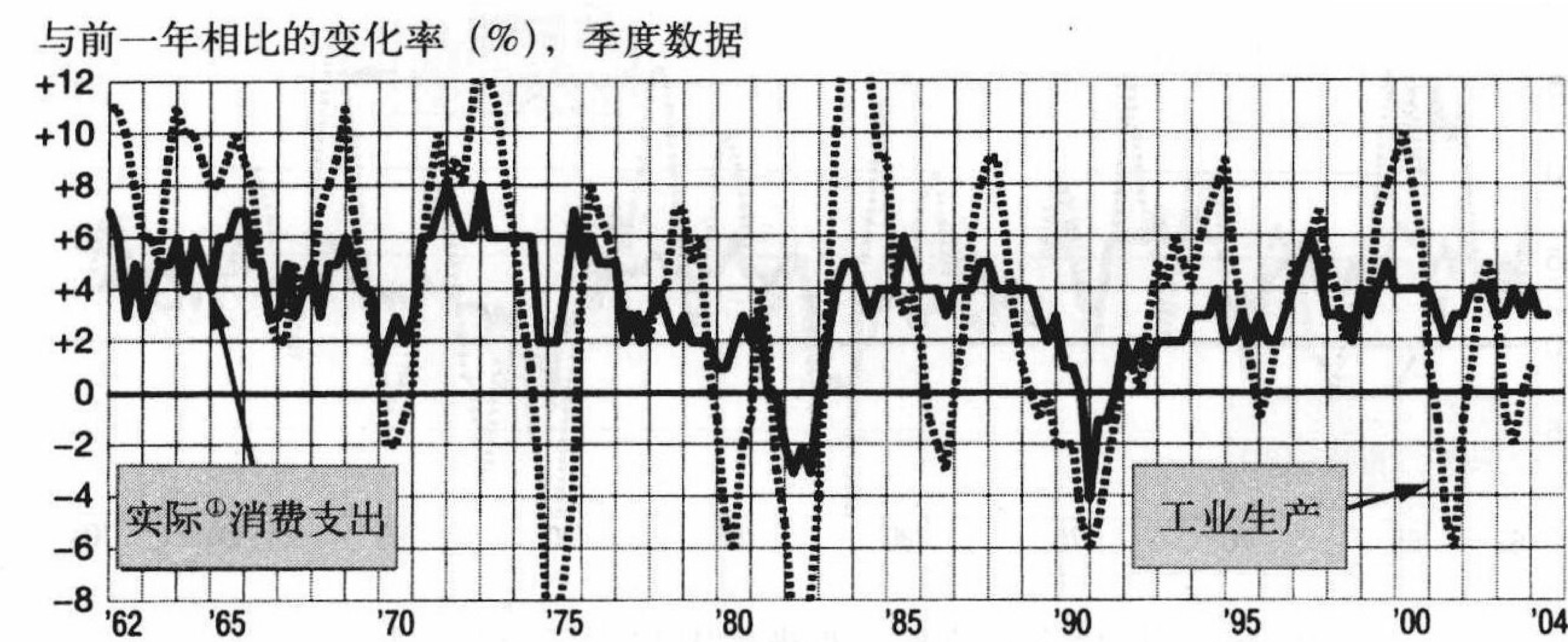
遗憾的是，我们很难直接获得其他国家实际平均单位时间收入（剔除了工作日和就业的滞后影响）的衡量方法及相关数据，以检验实际平均单位时间收入是否是消费支出的理想领先指标。如果使用本书提出的简单经济追踪方法深入研究各国数据，每个国家的研究成果都能够被编成一本书。所幸的是，对使用这种方法研究各国经济感兴趣的读者，可以自己进行类似的分析。

B.2 加拿大

图B-2：在加拿大，消费支出与工业生产之间的关系与美国的情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大致相同（见图7-3）。在过去的40年中，加拿大实际消费支出增长率的峰值通常为5%～8%，最低值为－2%～2%。工业生产的周期与消费支出大致同步，且前者的易变性更强一些，这是因为库存在经济周期上升阶段增长，而在收缩阶段紧缩。

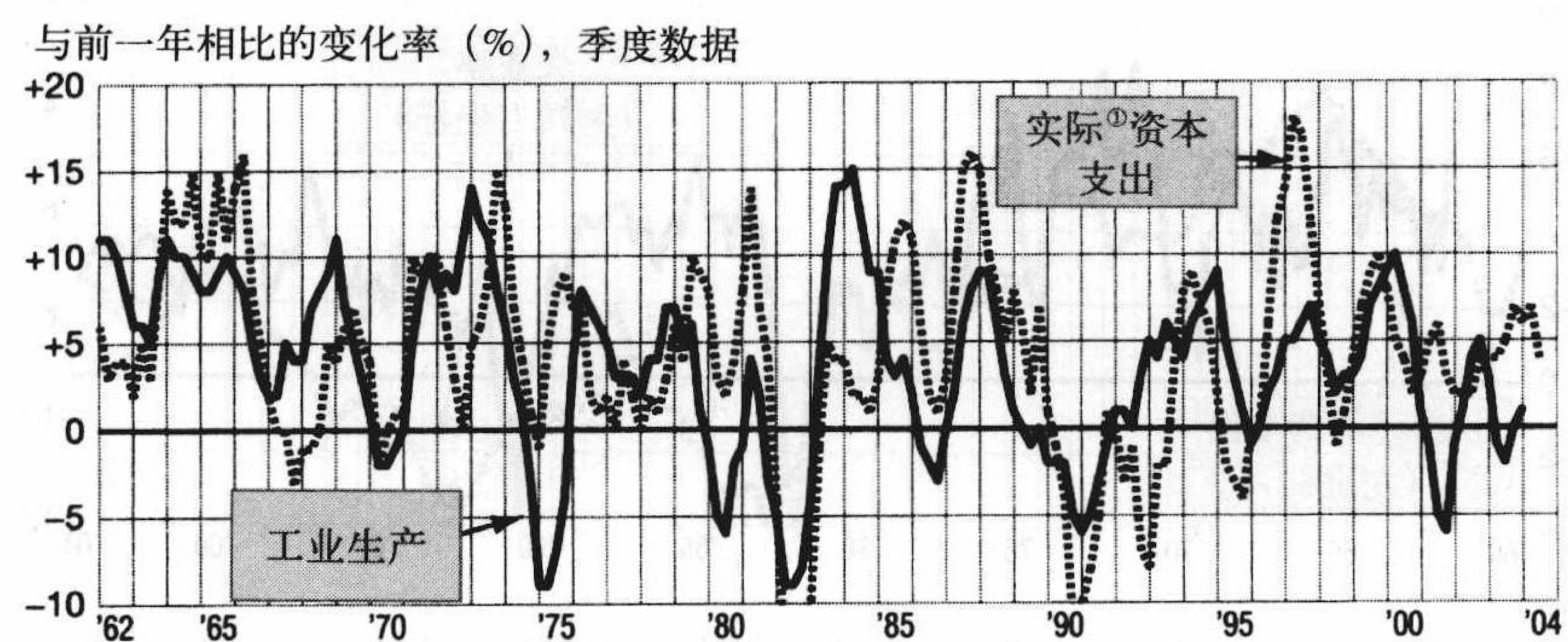


图B-2　加拿大：实际①消费支出与工业生产

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.

图B-3：与美国一样，加拿大的资本支出也跟随着工业生产的上升和下降而变化，尽管加拿大资本支出的滞后时间比美国的要短一些（见图7-5），而且，加拿大资本支出部门的易变性也更强一些。



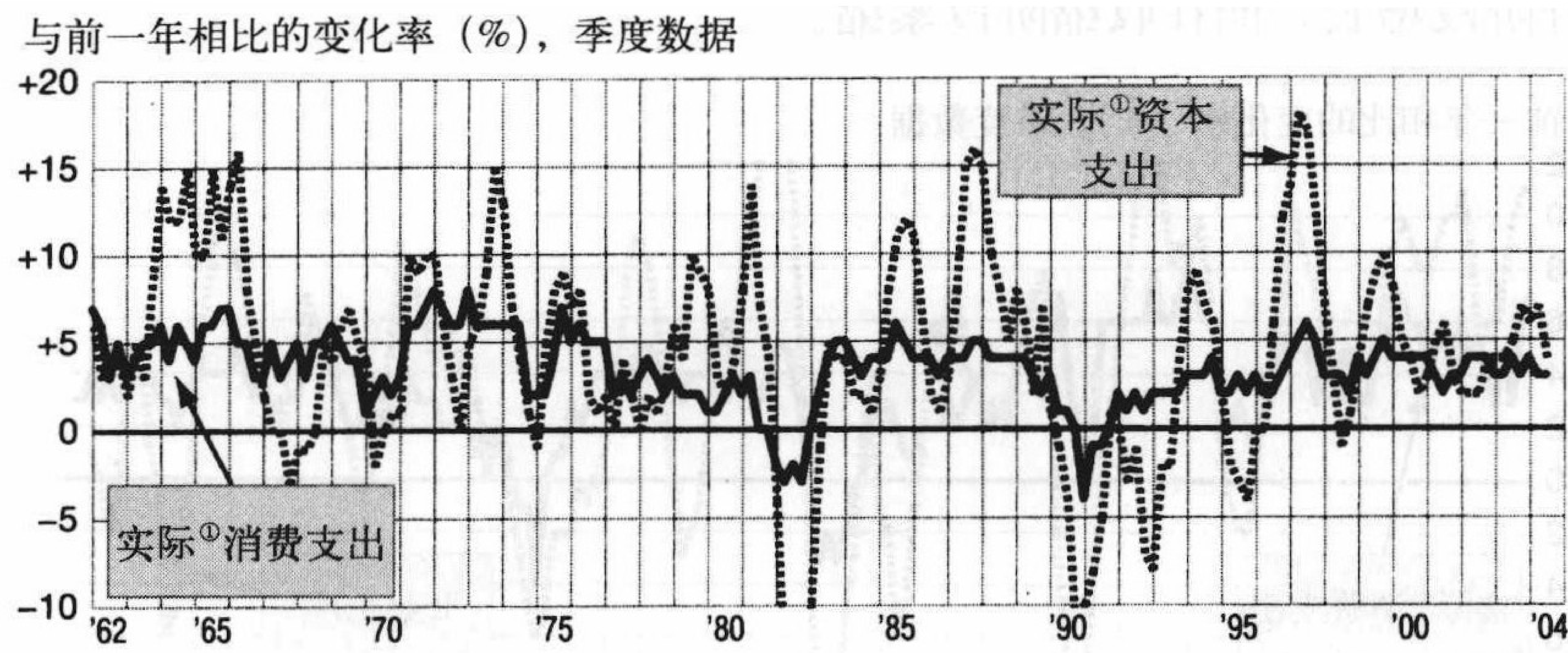
图B-3　加拿大：工业生产与实际①资本支出

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图B-4：在加拿大，资本支出上升和下降的易变性比美国强，且变动得更频繁。加拿大资本支出的变动基本与消费支出同步，略微有所滞后。然而，两个序列都与美国对应的序列有紧密关联。

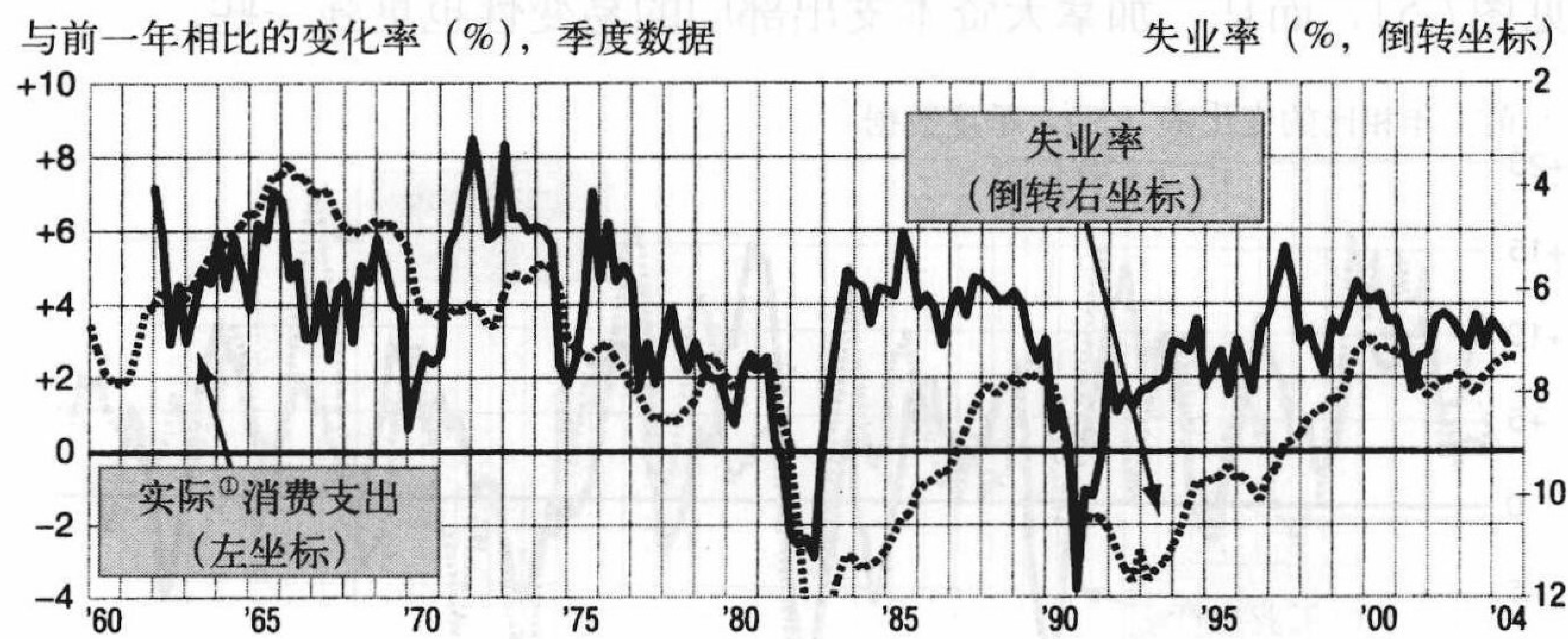


图B-4　加拿大：实际①消费支出与实际①资本支出

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.

图B-5：和美国的失业率相同，加拿大失业率（图B-5中倒转坐标）跟随消费支出的上升和下降而出现周期性变化，滞后时间通常为1～2年。从长期看，加拿大的失业率比美国的失业率要高一些。



图B-5　加拿大：实际①消费支出与失业率

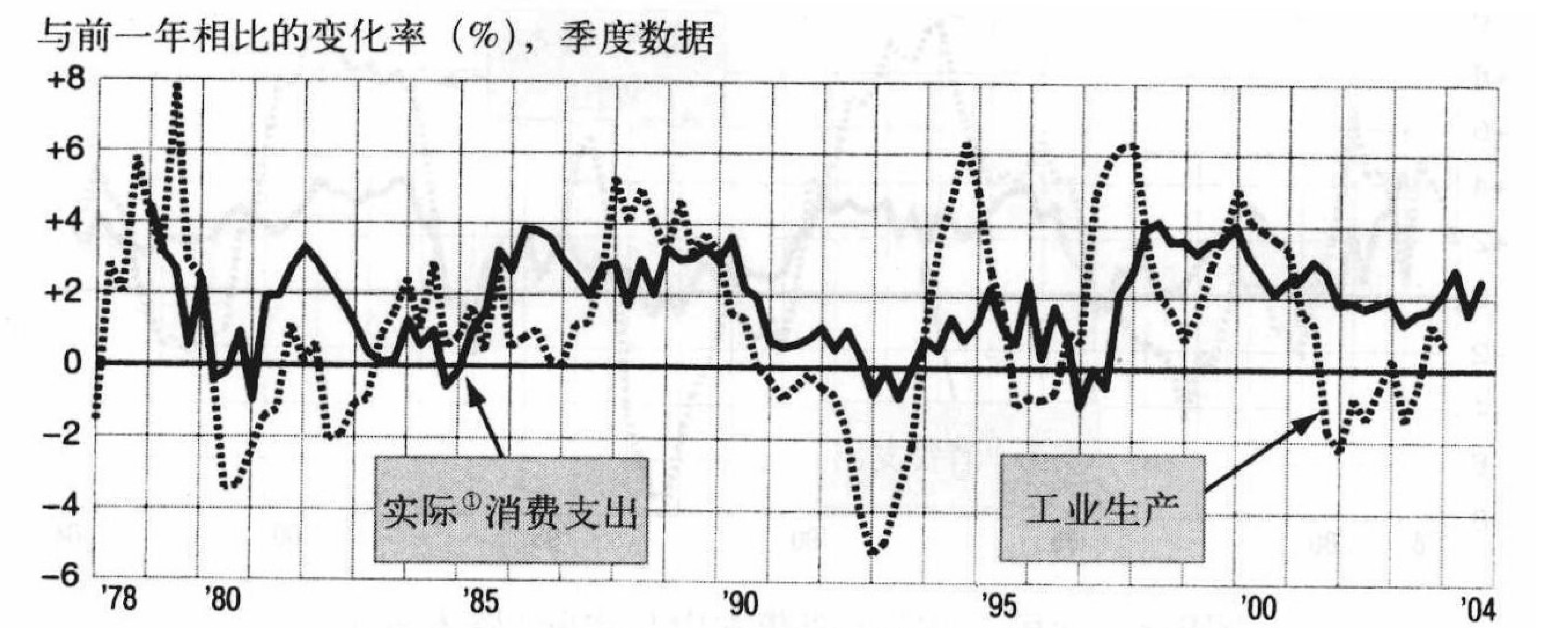
① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

B.3 法国

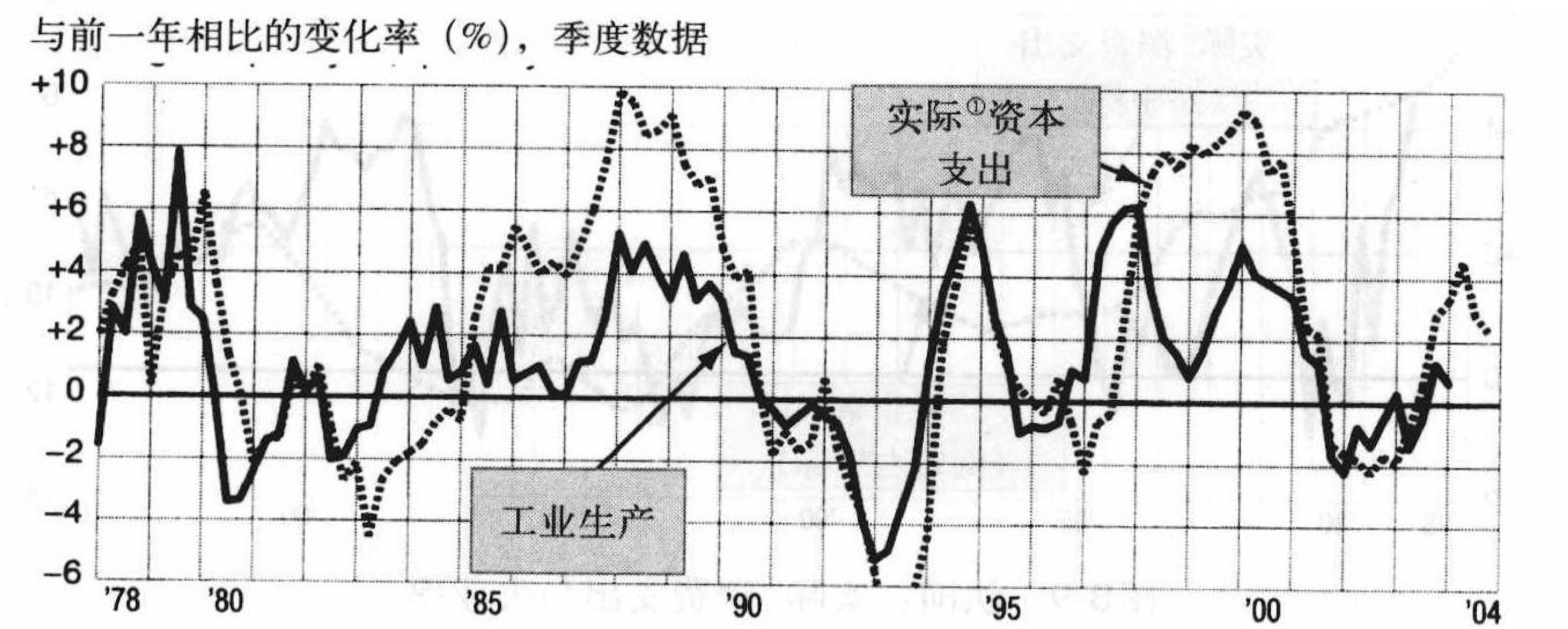
图B-6：在法国的消费支出周期中，消费支出同比增长率达到峰顶时为4%左右，而在谷底时接近0。从波动幅度和频率上看，法国和美国的情况更为相似，二者与德国、英国和日本等国家的情况有些不同。与消费支出相比，法国的工业生产表现出更强的易变性，这一点与其他主要发达国家相似，也说明法国和其他国家一样，存在相似的库存周期效应。



图B-6 法国：实际①消费支出与工业生产

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.



图B-7 法国：工业生产与实际①资本支出

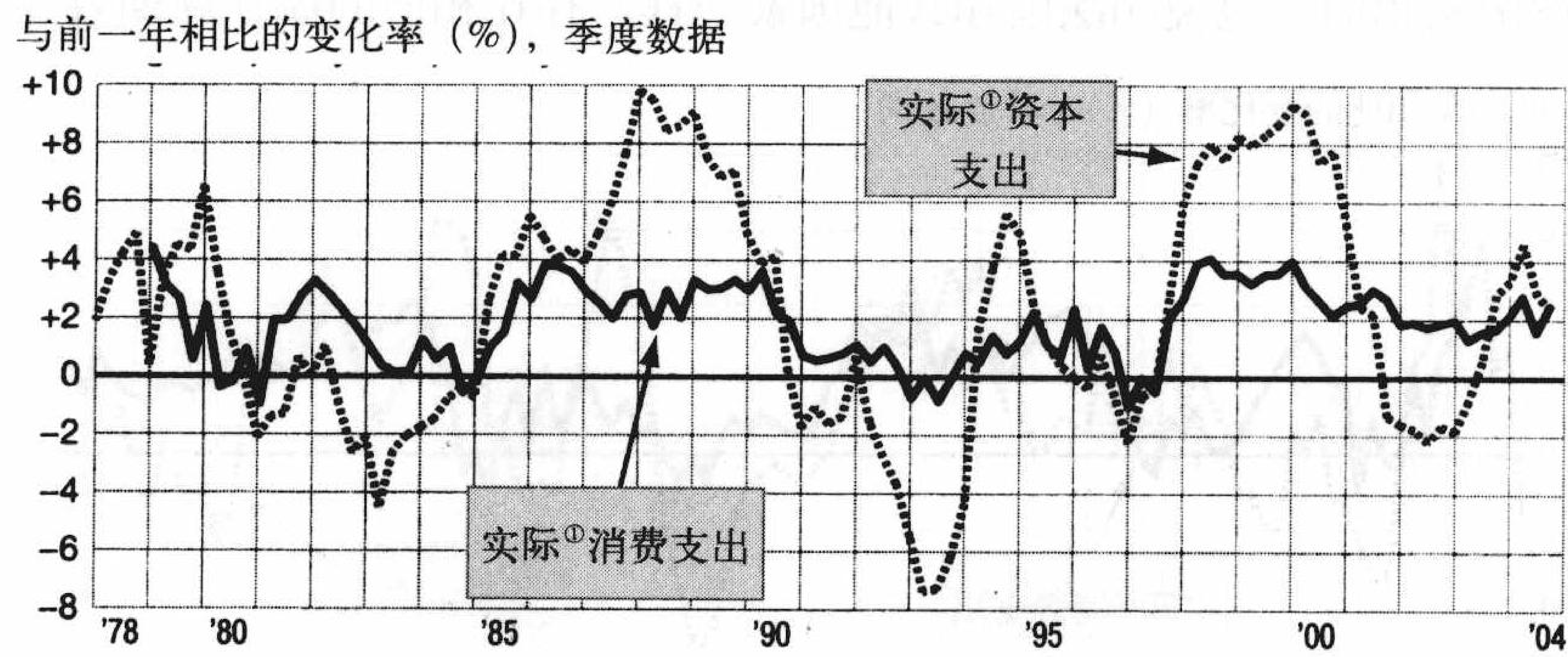
① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图B-7：在法国，资本支出的周期性波动通常滞后于工业生产1～4个季度，资本支出的这种滞后特征与美国的情况十分相似。

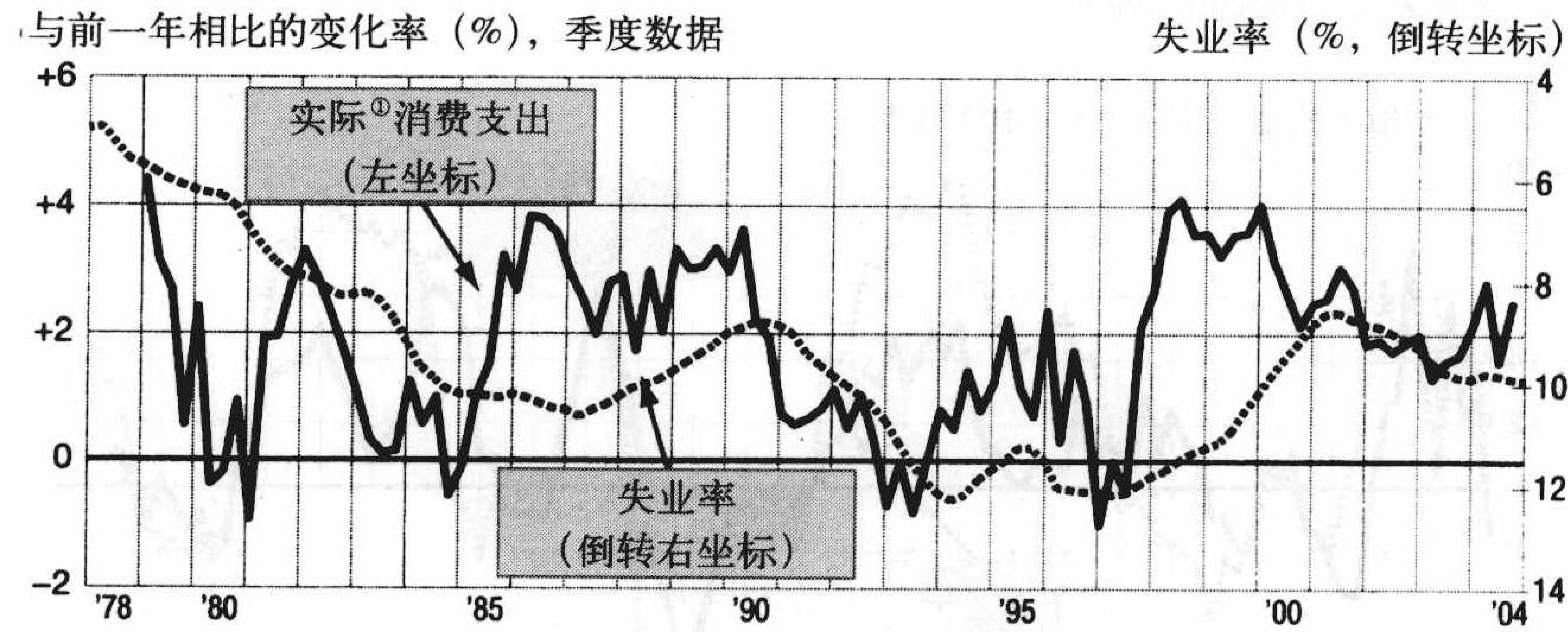
图B-8：法国资本支出滞后于工业生产，它也滞后于消费支出，而且滞后方式也与美国的方式非常相似。图B-8中近30年的数据表明，要预测法国资本支出部门的周期性变化，我们应该把消费支出作为理想的领先指标，并对其进行监测。



图B-8　法国：实际①消费支出与实际①资本支出

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.



图B-9　法国：实际①消费支出与失业率

① 经过通货膨胀调整。

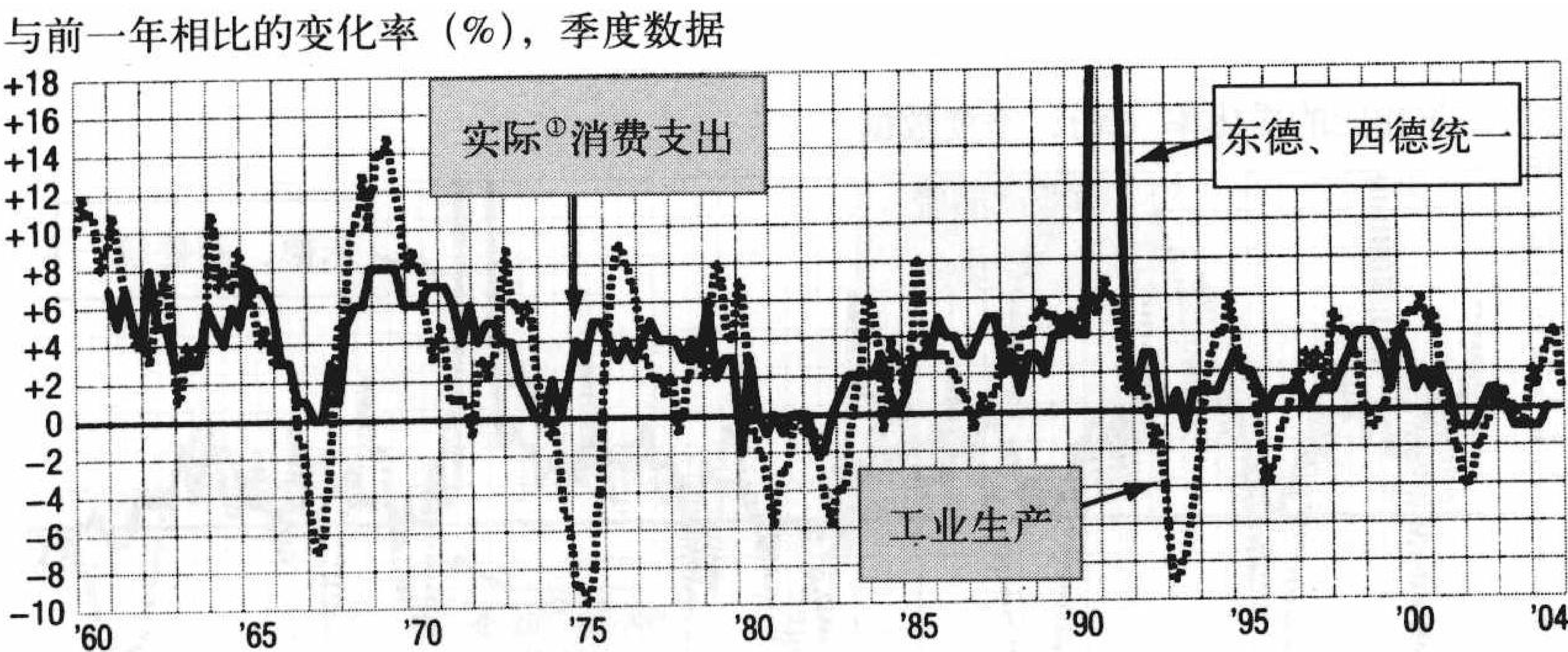
资料来源：Global Insight.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图B-9：和本书讨论的其他发达国家一样，法国失业率跟随位于经济最前端的消费支出增长率的趋势而发生周期性波动。这又一次说明，从经济周期的角度看，经济中的消费支出强有力地驱动着就业（岗位数），而不是受就业驱动。

B.4 德国

图B-10：消费支出和工业生产间的关系在德国也成立，同时，工业生产的波动与消费支出同步且易变性更强。尽管如此，在德国，两个序列周期性波动的易变性都比美国小得多。



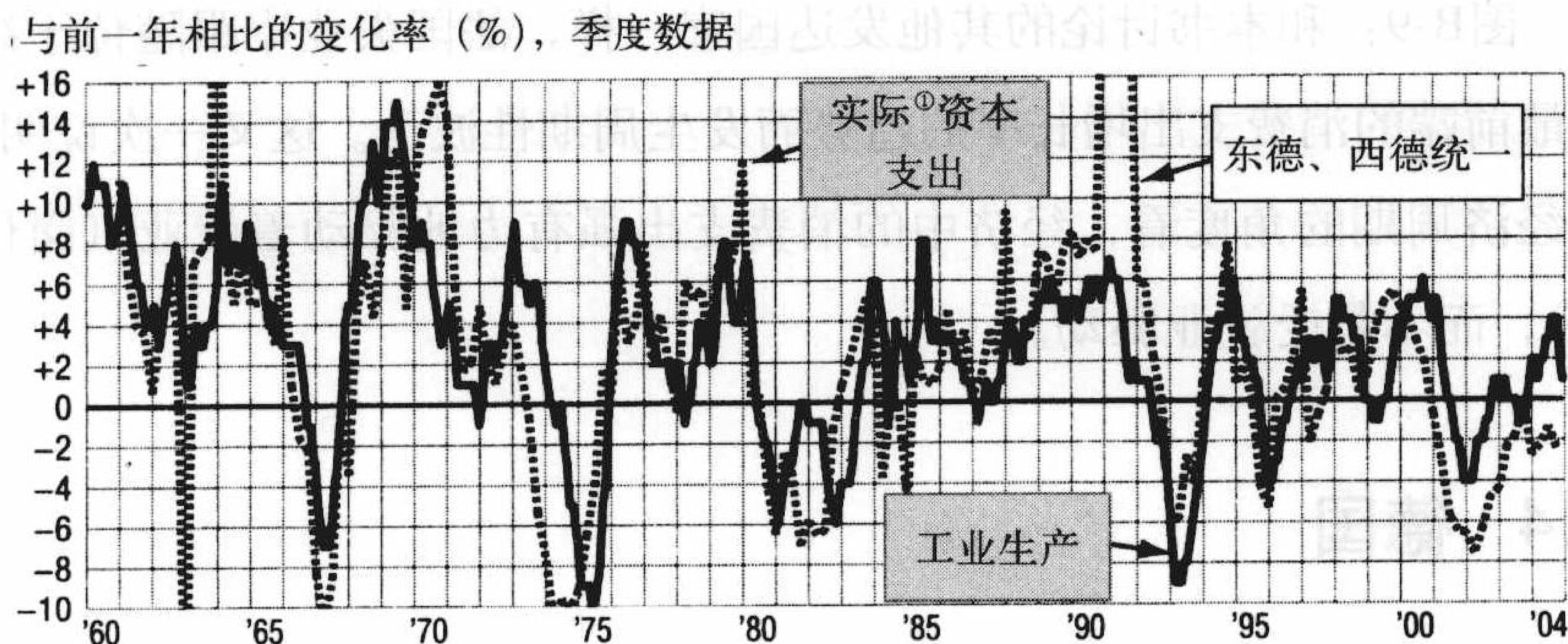
图B-10 德国：实际①消费支出与工业生产②

① 经过通货膨胀调整。
② 1990年第4季度之前为西德的数据。
资料来源：Global Insight.

图B-11：大多数情况下，德国资本支出的上升和下降基本上与工业生产的周期性波动保持同步，略微有所滞后。

图B-12：由于德国的消费支出、工业生产和资本支出的易变性都比较小，所以，与美国和加拿大相比，德国历史上资本支出和消费支出的周期性波动表现出较强的同步性，而且二者的易变性也较小。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

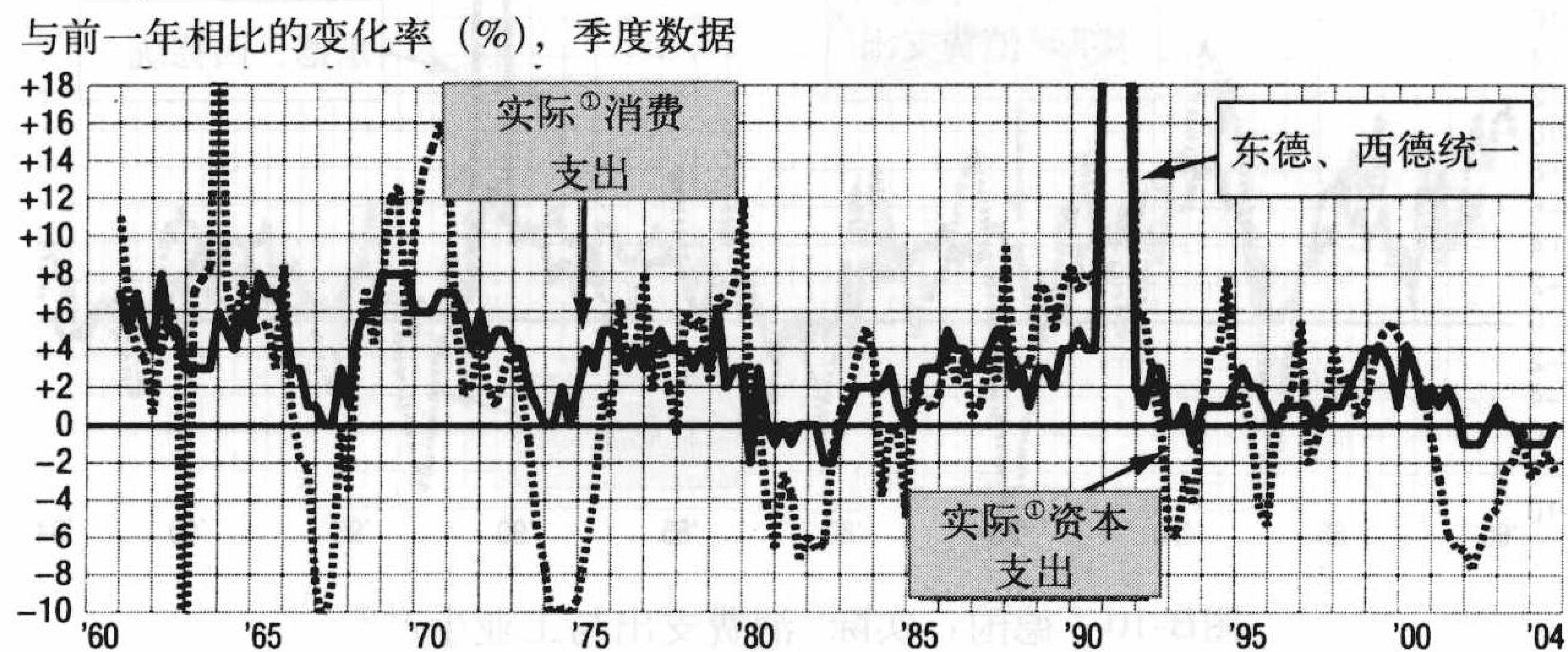


图B-11　德国：工业生产与实际①资本支出②

① 经过通货膨胀调整。

② 1990年第4季度之前为西德的数据。

资料来源：Global Insight.



图B-12　德国：实际①消费支出与实际①资本支出②

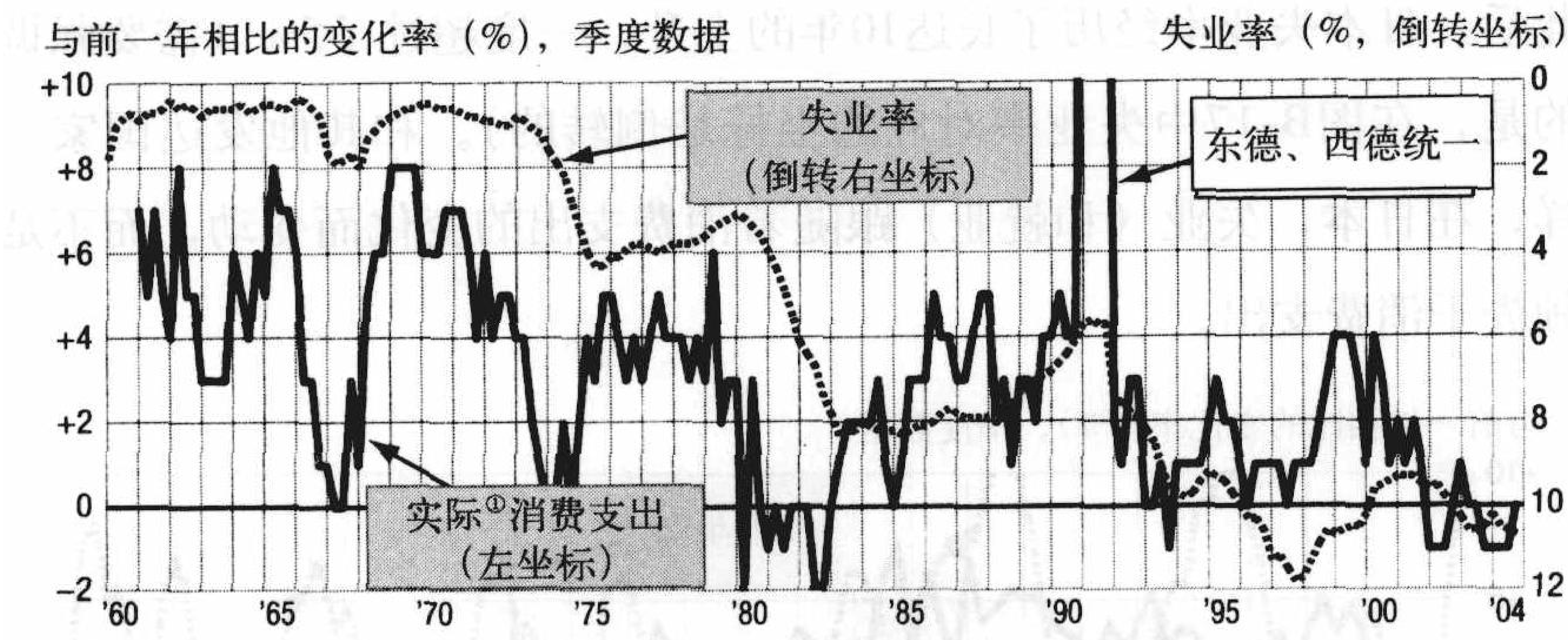
① 经过通货膨胀调整。

② 1990年第4季度之前为西德的数据。

资料来源：Global Insight.

图B-13和美国、加拿大一样，德国的失业率跟随消费支出的周期性上升和下降而变动。图B-13清楚地显示，从长期看，德国的失业率上升了，大多数经济评论员将这归因于德国的社会和劳动立法，这些法案使得德国的社会保障和失业救济等福利水平较高。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图B-13　德国：实际①消费支出与失业率②

① 经过通货膨胀调整。

② 1990年第4季度之前为西德的数据。

资料来源：Global Insight.

B.5　日本

图B-14：自20世纪80～90年代初，与美国相比，日本的消费支出没有出现明显的周期性波动。然而，自20世纪90年代中期以来，日本实际消费支出的波动变得越来越剧烈，而且呈现出明显的下降趋势。工业生产的波动也日趋剧烈，与前一年相比的增长率迅速下降，而且下降得更频繁。这种现象反映了其他国家的进口需求从日本转移到了其他亚洲国家。一般来说，在日本，工业生产和消费需求在经济周期中的关系不如其他发达国家那样紧密。

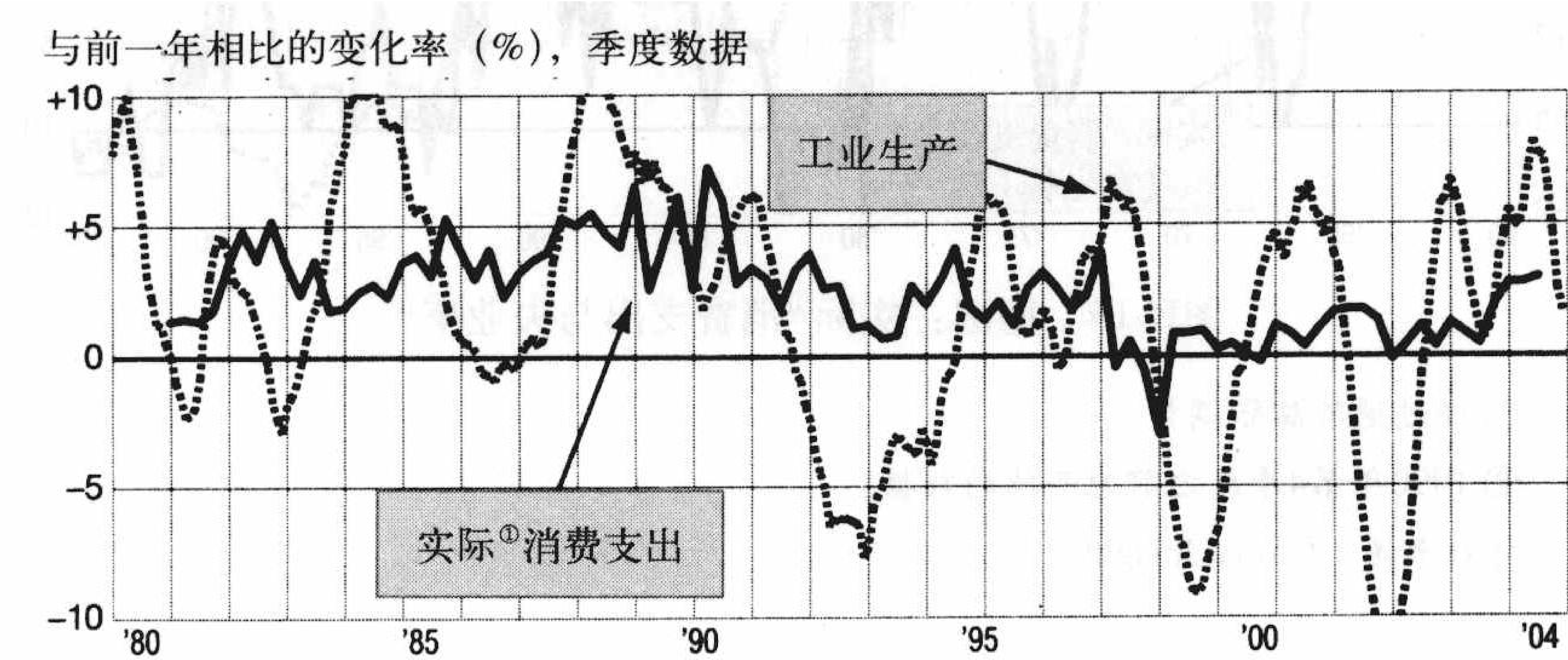
图B-15：和美国相比，日本资本支出和工业生产的变动具有较强的同步性，这一点和德国相同。

图B-16：因此，在日本，资本支出滞后于消费支出的关系也不如美国明显。

图B-17：自20世纪80～90年代初期，日本消费支出的持续增长以及工业生产和资本支出的稳定增加，导致失业率只有3%或更低。然而

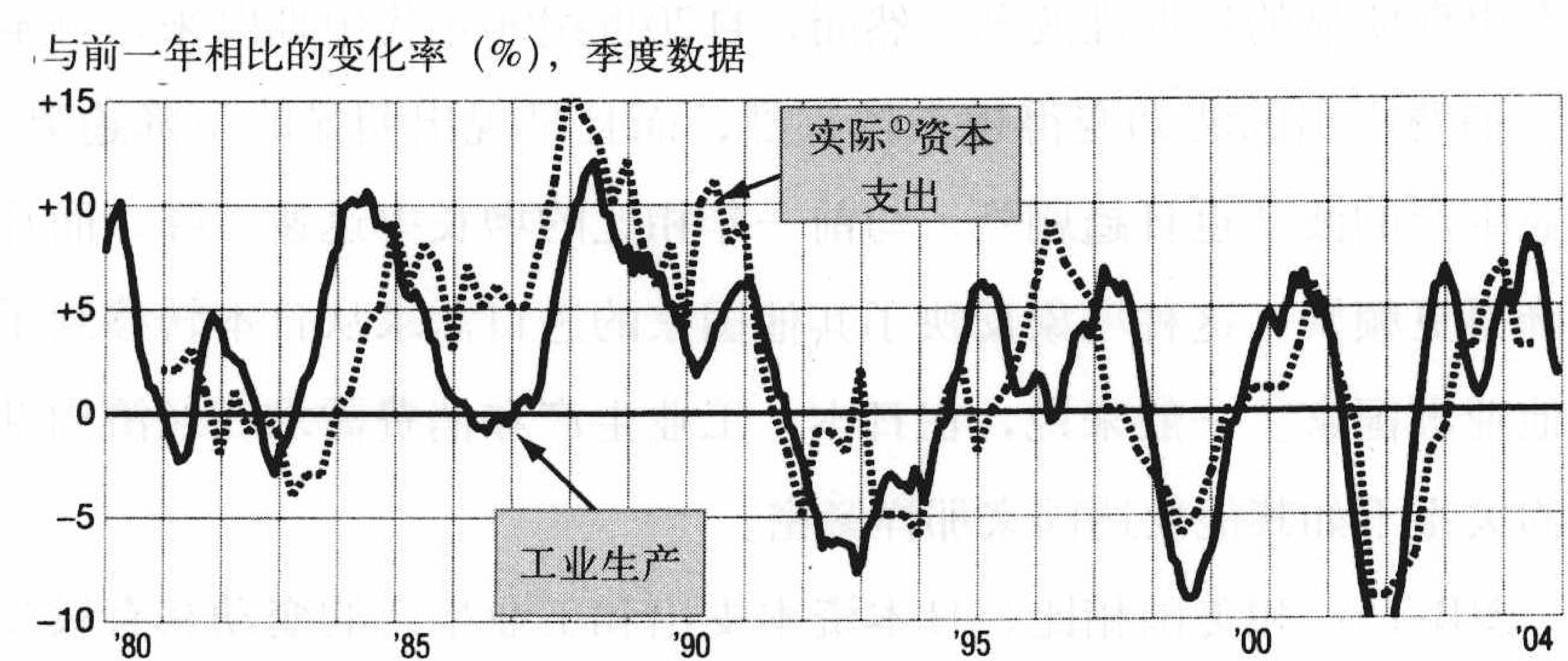
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此后，日本失业率经历了长达10年的上升，一度超过了5%（需要强调的是，在图B-17中失业率对应的坐标是倒转的）。和其他发达国家一样，在日本，失业（和就业）跟随着消费支出的变化而变动，而不是领先于消费支出。



图B-14 日本：实际①消费支出与工业生产

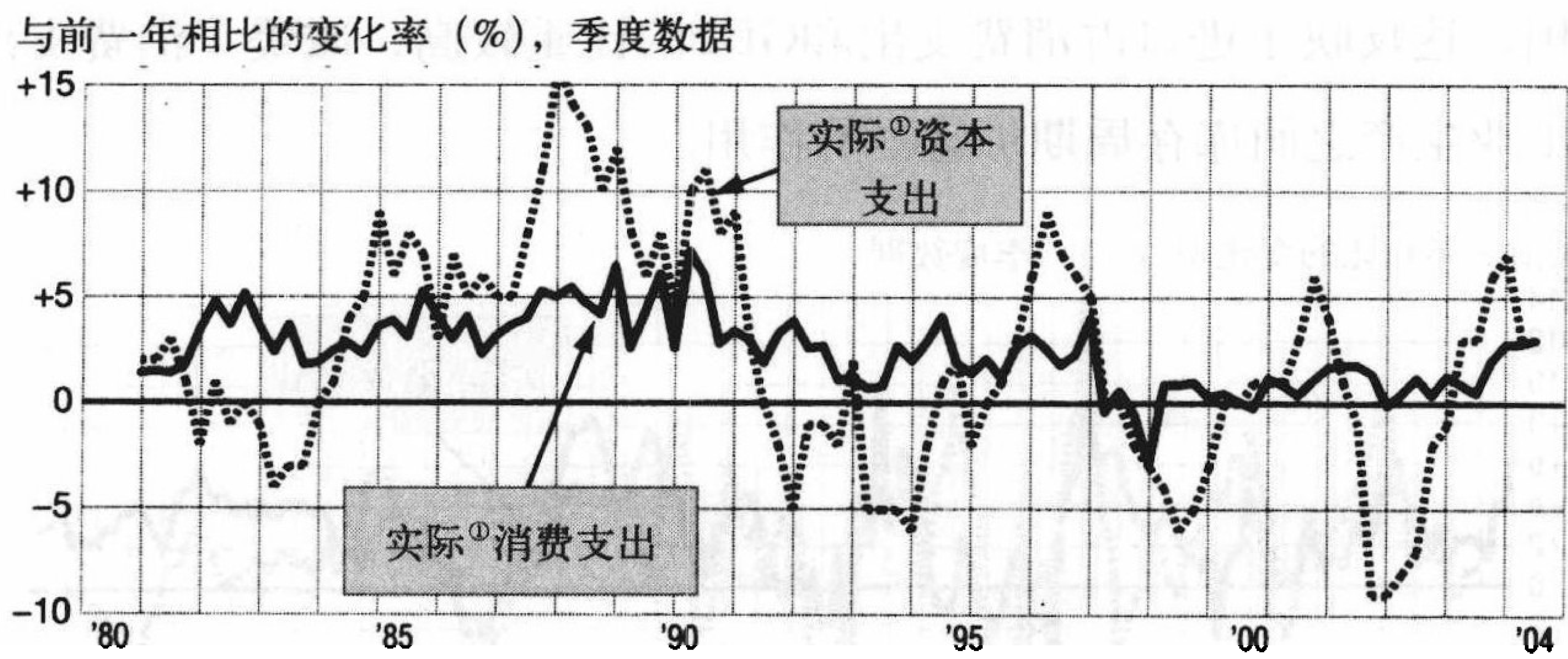
① 经过通货膨胀调整。
资料来源：Global Insight.



图B-15 日本：工业生产与实际①资本支出

① 经过通货膨胀调整。
资料来源：Global Insight.

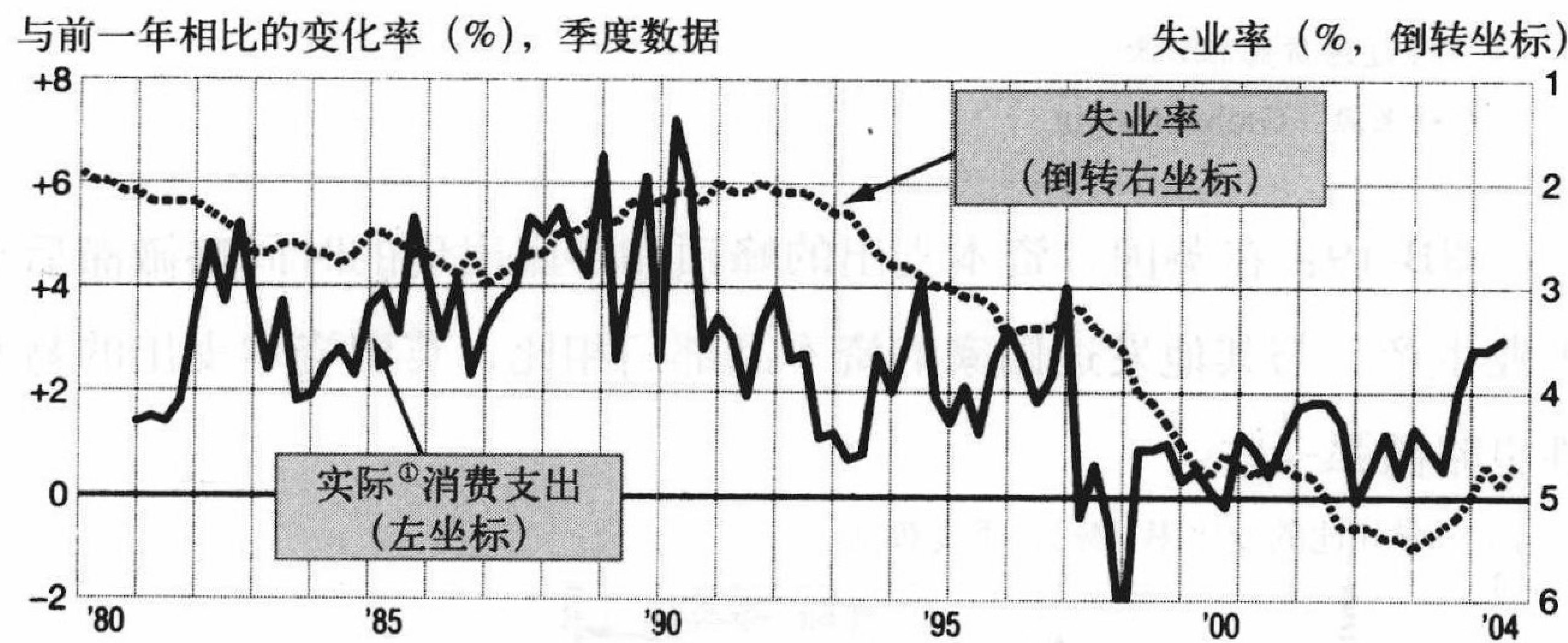
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



图B-16 日本：实际①消费支出与实际①资本支出

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.



图B-17 日本：实际①消费支出与失业率

① 经过通货膨胀调整。

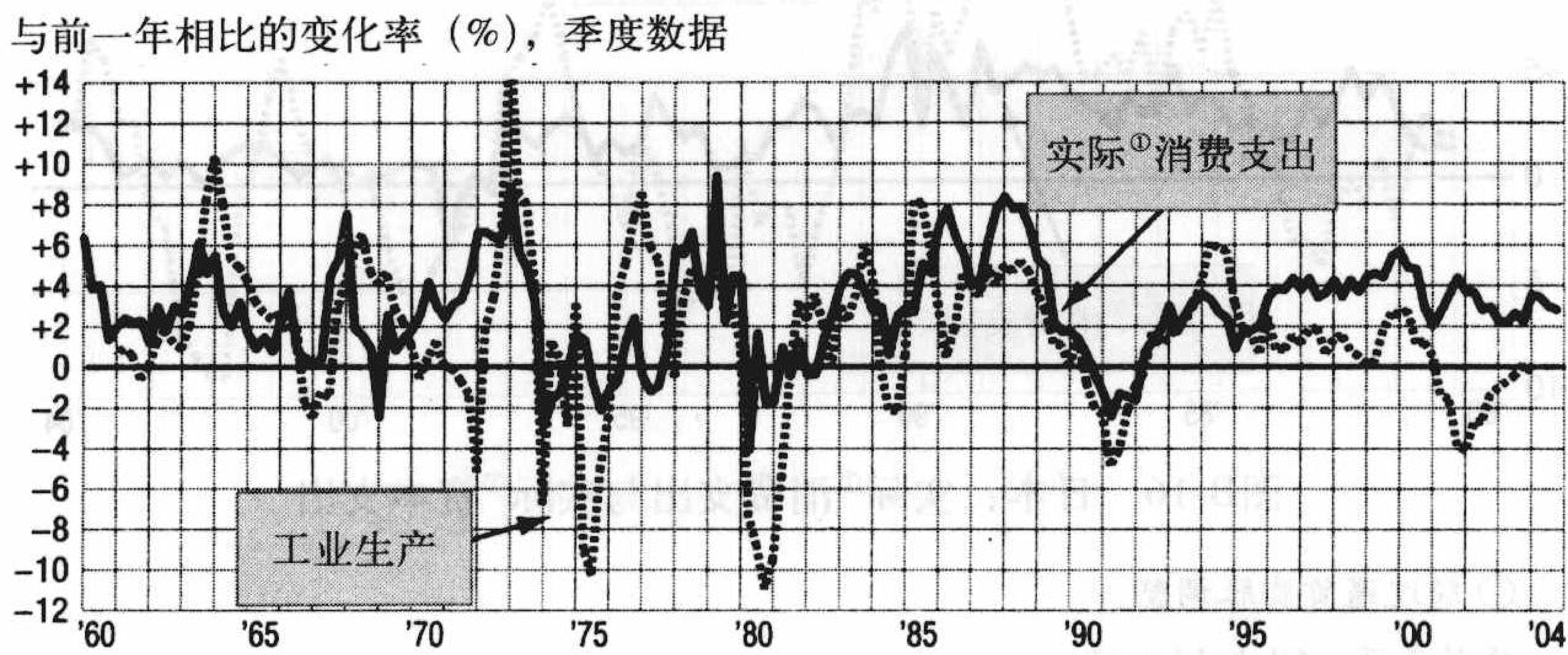
资料来源：Global Insight.

B.6 英国

图B-18：在经历了自20世纪60～80年代频繁、剧烈的波动后，英国消费支出在20世纪90年代末和21世纪初保持了持续稳定的增长。除20世纪70年代外，英国的工业生产相对于消费支出的易变性远远小于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国。这反映了进口占消费支出和GDP的比重较高，减缓了消费支出和工业生产之间库存周期加速器的作用。

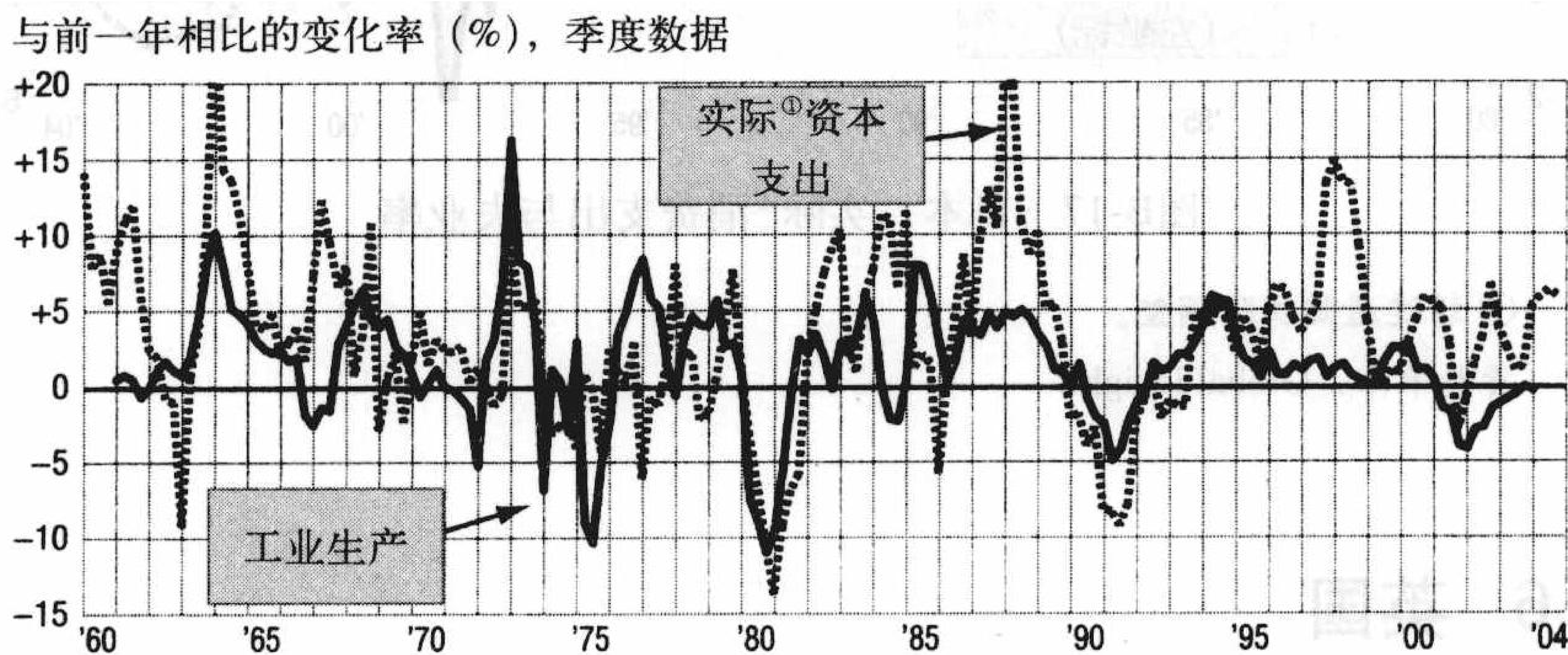


图B-18　英国：实际①消费支出与工业生产

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.

图B-19：在英国，资本支出的峰顶和谷底出现的时间略微滞后于工业生产。与其他发达国家的资本品部门相比，英国资本支出的易变性也略微强一些。



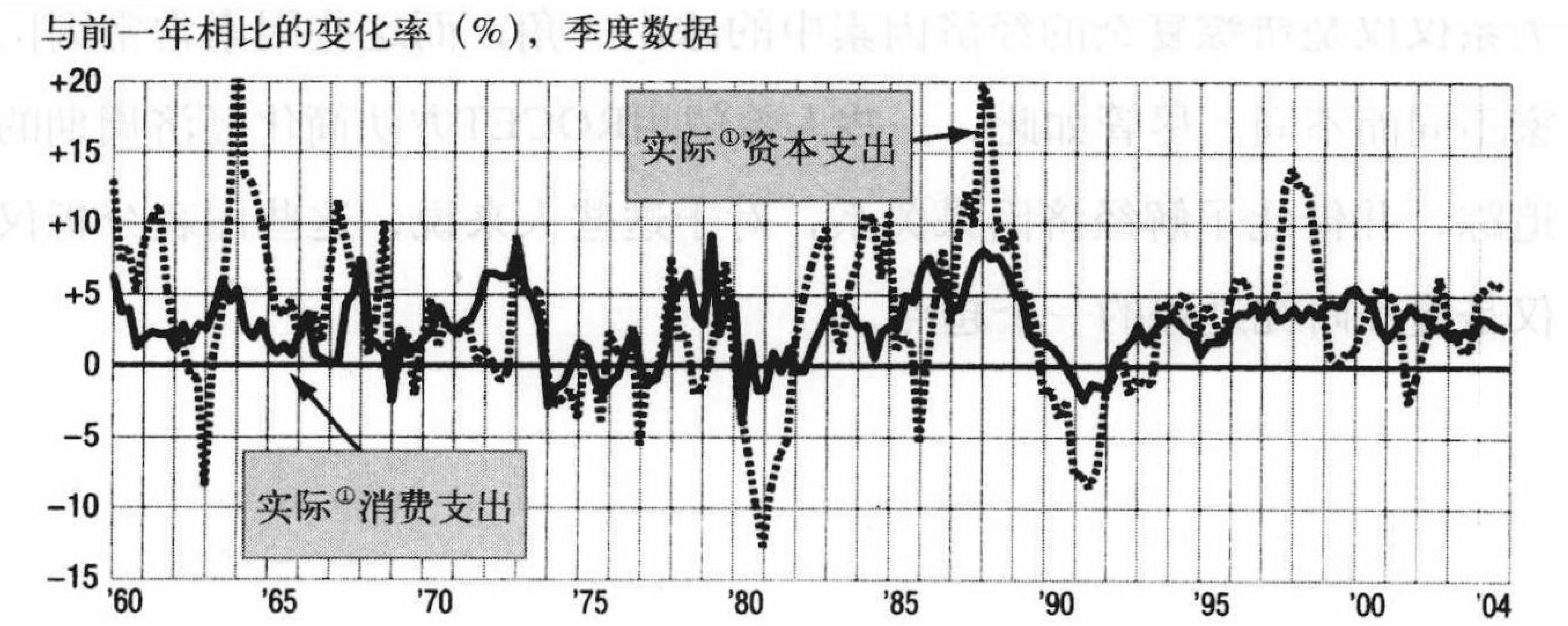
图B-19　英国：工业生产与实际①资本支出

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图B-20：英国资本支出的易变性及其相对于消费支出的滞后关系是显而易见的。然而英国资本支出的波动在幅度和频率上都较大，以至于很难根据消费支出趋势来预测资本支出，而在美国则可以这样做。

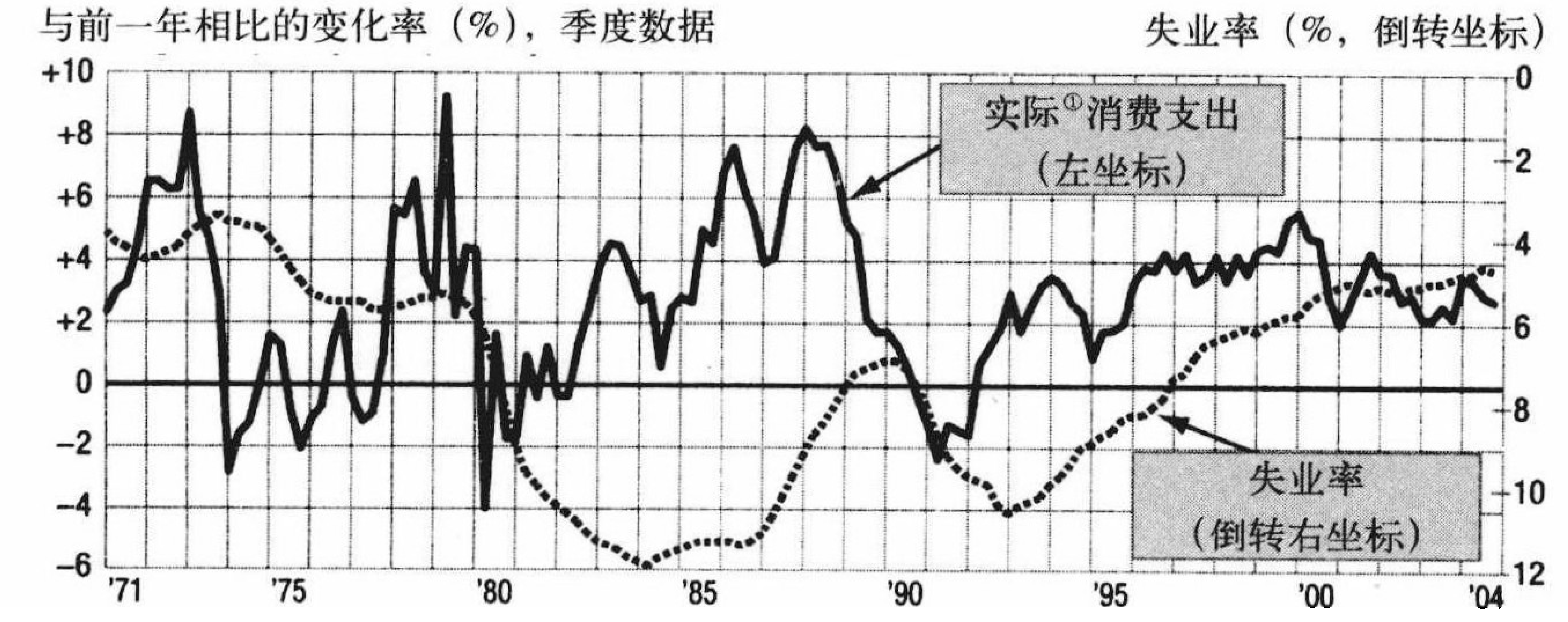


图B-20　英国：实际①消费支出与实际①资本支出

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.

图B-21：和其他发达国家一样，在英国，失业率跟随消费支出的升降而变化，而不是领先于消费支出。自1993年以来，英国失业率持续10年出现下降，这部分归因于英国消费支出在这一段时期内的稳定增长。



图B-21　英国：实际①消费支出与失业率

① 经过通货膨胀调整。

资料来源：Global Insight.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书讨论了美国经济中的因果关系，从图B-2至图B-21中可以清楚地看到，这些关系也存在于其他发达国家中，尽管各国的因果关系在领先和滞后的时间、易变性等方面存在显著差异。这些图表所描绘的关系仅仅是错综复杂的经济因素中的冰山一角，而这些因素常常因国家不同而不同。尽管如此，一些人希望用ROCET方法简化经济周期的追踪，并借此了解经济因果关系，对于这些人来说，这些图表分析仅仅是漫长研究过程的一个起点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录C

主要行业数据序列

个人消费支出：按支出类别分类

（资料来源：Bureau of Economic Analysis）

耐用品
- **机动车及配件**
  - 新汽车
    - 新国产汽车
    - 新进口汽车
  - 二手汽车的净购买
    - 二手汽车的净交易
    - 二手汽车保证金
    - 雇员报销
  - 其他机动车
    - 卡车，新的和二手车净值
    - 休闲车
  - 轮胎、管线、附件和其他配件
    - 轮胎和管线
    - 其他配件
- **家具和家庭用品**
  - 家具，包括床垫和弹簧床面
  - 厨房及其他家用电器
    - 大家用电器
    - 小家电
  - 陶瓷器具、玻璃器具、餐具及其他器具
  - 音像制品，包括乐器
    - 电视、录放机、录像带
      - 电视
      - 视频及多媒体设备
    - 音频、多媒体设备及其他设备
      - 音频设备
      - 录像带、磁带和光盘
    - 乐器
  - 计算机、外部设备及软件
    - 计算机及外部设备
    - 软件
  - 其他耐用家庭装饰用品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地面装饰制品
耐用家庭装饰用品
钟表、灯具及其他装饰品
百叶窗帘、窗帘杆及其他
写字桌等书写用品
手工具
工具、五金用具等
屋外用具等
其他
眼科产品和外科整形用具
带轮产品、体育和摄影器材、船只
体育和摄影器材、带轮器材
枪支
体育器材
摄影器材
自行车
摩托车
游艇和娱乐用飞机
游艇
娱乐用飞机
珠宝和手表
书籍和地图
非耐用品
食品
在专卖店、超市和零售店等场所购买的食品
在专卖店、超市和零售店等场所购买的食物
谷类
面包
牛肉和小牛肉
猪肉
其他肉类
家禽类
鱼类及海产品
蛋类
新鲜牛奶和奶制品
加工过的奶制品
新鲜水果
新鲜蔬菜
加工过的水果和蔬菜
果汁和非酒精饮料
咖啡、茶和其他饮料
动物油和植物油
糖和其他糖果
其他食物
宠物食物
在专卖店、超市和零售店等场所购买的酒精类饮料
啤酒和麦酒，在家消费
葡萄酒和白兰地，在家消费
白酒，在家消费
购买的各餐和饮料
购买的各餐中的食物
中小学午餐
高校午餐
其他购买的各餐
自助式餐馆的各餐
其他餐馆的各餐
饮品店的各餐

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买的各餐中的酒精类饮料

给雇员提供的食品（包括军队）

给雇员提供的食品（包括军队）

给平民提供的食品

给军队提供的食品

在农场生产和消费的食品

服装和鞋类

鞋

除鞋外的女性、儿童服装及配件

女性服装及缝纫制品

女式服装

婴儿服装

女式缝纫制品

女式箱包

除鞋外的男子、男孩服装及配件

男子、男孩服装和缝纫制品

男式服装及缝纫制品

男式服装

男式缝纫制品

男式箱包

军队人员用标准服装

汽油、燃料油及其他能源产品

汽油和石油

汽油和其他机动车燃料

润滑油

燃料油和煤

燃料油

液化石油气和其他燃料、农用燃料

液化石油气和其他燃料

农用燃料

其他

烟草制品

洗手间用品和其他用品

香皂

化妆品和香水

其他个人卫生用品

半耐用家庭装饰用品

清洗、抛光用品和其他杂用品

清洗用品

照明用品

纸制品

各种药类

处方药

非处方药

医疗用品

妇女用品

非耐用的玩具和体育用品

玩具、玩偶和游戏用品

体育用品，包括体育运动用弹药

胶卷和照相用品

文具和书写用品

文具和学校用品

贺卡

向国外的净汇款

美国居民在国外的支出

美国政府在国外的支出

其他的私人服务

减：非居民的个人汇款

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

杂志、报纸和音乐唱片
杂志和音乐唱片
报纸
花卉、种子和盆栽
服务
住房
房主自己使用的非农场住宅——场地租金
房主自己使用的移动住宅
房主自己使用的固定住宅
承租人使用的非农场住宅——租金
承租人使用的移动住宅
承租人使用的固定住宅
承租人租用房东的耐用品
农场住宅的租用价值
其他
宾馆和汽车旅馆
俱乐部和联谊会会所
高校的房屋
中小学的房屋
承租人集体食宿
雇员集体承租的宿舍
家庭杂项支出
电力和煤气
电力
煤气
其他家庭杂项支出
自来水和其他卫生服务
供水和下水道维修
垃圾回收
电话和电报
本地和移动电话
移动电话
本地电话
长途电话
州内长途电话
州外长途电话
国内服务
国内服务，支付现金
国内服务，支付实物
其他
搬家和储藏
家庭保险
家庭保险费
减：家庭保险赔偿所得
垫子及家具清洗
电器维修
椅面及家具维修
邮费
其他家庭维持服务
运输
个人自己驾驶交通工具
维修、润滑、清洗、停车、储存车、租金、机动车修理
机动车修理
机动车租金、租赁费及其他
机动车租金
机动车租赁费
汽车租赁费
卡车租赁费

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他机动车服务
其他个人自己驾驶交通工具
桥梁、隧道、摆渡和道路通行费
车辆保险
购买当地交通
大运量客运系统
出租车
购买城际交通
火车
公共汽车
飞机
其他
医疗保健
内科医生服务
牙医服务
其他专业医疗服务
家庭医疗保健
医学检验
眼科检查
其他所有专业医疗服务
医院和疗养院
医院
非营利性的
私立的
公立的
疗养院
非营利性的疗养院
私立和公立疗养院
医疗保险
医疗保健和住院治疗
收入损失
工伤赔偿
娱乐
允许特定观众娱乐的场所
电影院
正规戏院和歌剧院
观赏性体育运动
其他
收音机和电视维修
俱乐部和互助组织
参与性商业娱乐
观光
私人飞行
保龄球和台球
赌场
其他参与性商业娱乐
赌博彩金净收益
其他
宠物及宠物服务，不包括兽医
兽医
有线电视
胶卷冲印
图片工作室
体育和娱乐营地
高校的娱乐
彩票
录影带出租
商业性娱乐
互联网服务

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商业性娱乐
其他
个人护理
清洁、储藏、衣服和鞋的修理
鞋的修理
清洁、洗烫
干洗
洗衣店及外套修补
理发店、美容中心和健康会所
美容中心，包括综合性的理发店
其他
手表、钟表和珠宝维修
其他个人服务
个人相关事务
经纪费和投资咨询费
股票交易佣金，包括估算的部分
共同基金销售的经纪费
债券交易费
商业银行的信托服务
经纪人的投资咨询服务
期货交易费
投资咨询服务
银行服务费用、信托服务和保险箱服务
商业银行收取的存款账户服务费用
商业银行收取的信托账户费用
商业银行收取的其他费用
其他存款机构的收费和费用
金融机构提供的不收取费用的服务
商业银行
其他金融机构
购买人寿保险和养老金计划的费用
法律服务
葬礼和丧葬费用
其他
工会费用
行业协会费用
职业介绍费用
汇票
各类广告
纳税申报准备服务
其他个人相关事务
教育和研究
高等教育
私立高等教育
公立高等教育
幼儿园、小学和中学教育
小学和中学
幼儿园
其他
商业和职业学校
基础研究和非营利性研究
宗教和福利活动
政治组织

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

博物馆和图书馆
宗教和福利的基础设施
社会福利
儿童看护
宗教
净出国旅行
美国居民的出国旅行
出国旅行的个人费用
出国旅行费
美国学生在外国的支出
减：外国居民在美国的支出
外国人在美国的旅行支出
外国人在美国的医疗支出
外国学生在美国的支出

按类别分类的私人固定投资

（资料来源：Bureau of Economic Analysis）

私人固定投资

非住宅
建筑物
非住宅的建筑，不包括农场
工业用
办公用
其他商业用
宗教用
学校用
医院和其他机构用
其他非住宅建筑
公用事业
电子通信
农场
矿产采掘、矿井和油井等
其他新建非住宅建筑物，不包括农场
设备和软件
信息处理设备及软件
计算机和外部设备
软件
通信设备
仪器
图片复印及相关设备
办公及会计设备
工业设备
金属预制件
发电机和汽轮机
蒸汽机
内燃机
金属加工机械
特种工业机械等
通用工业设备，包括材料加工设备
输变电设备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交通运输设备
卡车、公共汽车和拖车
汽车
飞机
轮船等船只
铁路设备
其他设备
家具和装置设备
家庭用家具
其他家具
拖拉机
农用拖拉机
建筑用拖拉机
农业机械，不包括拖拉机
建筑用机械，不包括拖拉机
采矿和油田用机械
服务行业用机械
电子设备
家用电器
其他各种电子设备
其他
减：废旧设备销售收入，不包括汽车
住宅
建筑物
单户住宅
多户住宅
其他建筑物
设施
其他

工业生产：按行业分类

（资料来源：Federal Reserve Board）

制造业
初加工
深加工
耐用品制造
木材加工及制品
家具和装置设备
石材、黏土和玻璃制品
原生金属
铁和钢
有色金属
金属预制件
工业机械和设备
计算机和办公设备
电子机械
半导体和相关电子配件
运输设备
机动车及其配件
汽车和轻型卡车
航天飞机及其他运输设备
仪器

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其他耐用品制造
非耐用品生产
食品
烟草制品
纺织制品
成衣制品
造纸及相关制品
印刷和出版
化学制品
石油制品
橡胶及塑料制品
皮革制品
采掘业
金属采选
煤炭采选
石油及天然气开采
矿石和矿土开采
公用事业
电力生产、供应
煤气生产、供应

工业生产：按市场分类

（资料来源：Federal Reserve Board）

产品、总计
最终产品
消费品
耐用消费品
汽车产品
消费者购买的汽车和卡车
消费者购买的汽车
消费者购买的轻型卡车
汽车配件及相关产品
其他耐用品
家用电器和计算机、录像机及音响设备
家用电器
计算机、录像机及音响设备
地毯和家具
其他耐用品
非耐用消费品
非耐用非能源消费品
食品和烟草
服装
化学制品
纸张制品
能源消费品
燃料
住宅用电、水等公用服务
设备，总计
用于经营的设备
信息处理及相关设备

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用于经营的办公设备和计算机
工业设备
运输设备
用于经营的汽车和卡车
其他设备
国防和太空设备
石油和天然气井钻探设备
预制的房屋
中间产品
建筑用品
经营用品
材料
耐用品材料
消费品的零部件
设备的零部件
半导体、集成电路板和其他电子配件
其他耐用品材料
碱性金属
非耐用品材料
纺织品材料
造纸材料
化学制品材料
其他非耐用品材料
能源材料
初级能源
转换的燃料

零售销售和食品服务：按企业类型分类

（资料来源：Department of Commerce）

零售业
GAF（日用百货、成衣、家具和家用电器）店
机动车及其配件经销商
汽车和其他机动车经销商
汽车经销商
新车经销商
二手车经销商
其他机动车经销商
船只经销商
汽车零部件、配件和轮胎店
家具和家居装修、电子产品和家用电器店
家具和家居装修店
家具店
家居装修店
地面装饰制品店
其他家居装修店
电器和器械商店
家用电器、电视和其他电子产品店
家用电器店

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收音机、电视和其他电子产品店
计算机和软件店
建材及园艺用品专业店
建材专业店
涂料和墙纸店
五金店
食品和饮料店
杂货店
超级市场和其他杂货店，不包括便利店
水果和蔬菜市场
啤酒、葡萄酒和白酒店
健康和个人护理店
药剂和药品店
光学产品店
加油站
服装及服饰店
服装店
男式服装店
女式服装店
儿童和婴儿服装店
家居服装店
其他服装店
鞋店
珠宝店
箱包和皮具店
体育用品、业余爱好、图书和音像店
体育用品店
业余爱好、玩具和游戏店
刺绣和缝纫用品店
书店
磁带、CD、唱片店
日用百货店
百货店（没有租赁部门）
折扣百货店
传统的全国性的连锁百货店
百货店（有租赁部门）
折扣百货店
传统的全国性的连锁百货店
仓储会员店和超级商场
其他日用百货品店
日杂用品零售商
花卉店
办公用品和文具店
礼品、特色品和纪念品店
二手日用百货店
宠物和宠物用品店
预制（移动）房屋的经销商
烟草店
无店铺零售店
电子产品店和邮购商行
自动售货机
燃料经销商
民用燃料油经销商
（瓶装）液化石油气经销商
其他直销商业机构
饮食店
全方位服务的餐馆
自助式餐馆
饮品店

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



附录D

www.AheadoftheCurve-theBook.com

正如前言所提到的，www.AheadoftheCurve-theBook.com网站每月都会更新本书的19张重要图表（参见表D-1），因此读者能够方便地使用这些图表分析未来经济和股票市场的趋势。读者可能还希望使用并定期更新本书中的其他图表，为此，www.AheadoftheCurve-theBook.com还提供了相关政府部门和其他数据来源机构的网站链接，以帮助读者自己绘制这些图表。

表D-1 www.AheadoftheCurve-theBook.com网站上主要经济数据序列的图表

图4-1	衰退与实际GDP增长减缓：不对称
图7-3	实际消费支出（PCE）和工业生产：库存周期的易变性效应
图7-5	工业生产波动驱动实际资本支出变化
图7-7	实际消费支出（PCE）波动驱动着实际资本支出变化
图8-4	熊市开始于实际消费支出（PCE）增长率达到峰值并开始下滑之时
图9-3	消费者情绪调查：一致指标而非领先指标
图10-4	通货膨胀如何影响实际平均单位时间收入的增长
图10-7	实际单位时间收入：实际消费支出（PCE）增速下滑的最佳领先指标
图10-9	就业和借款增长对实际单位时间收入的“杠杆效应”
图10-10	实际单位时间收入：股票市场下跌的有效领先指标
图11-3	就业与消费支出（PCE）的关系是前者滞后于后者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

图11-6 失业率与实际消费支出（PCE）的关系是前者滞后于后者
图11-11 就业增长率与实际收入增长率相加近似得到实际消费支出（PCE）增长率
图12-2 贴现率或联邦基金利率是实际消费支出（PCE）的领先指标
图12-4 通货膨胀驱动利率
图13-2 贴现率或联邦基金利率上升是熊市的征兆
图13-3 长期利率变化与股票市场
图14-2 美国国内非金融债务总额增长驱动了优惠利率
图14-3 美国国内非金融债务总额增长驱动了10年期国债的收益率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

注　释

前言

1. 附录C列出了政府相关部门公布的消费支出（个人消费支出）、资本支出（国内个人总投资）、工业生产和零售销售等统计指标的详细行业分类，各具体子类的数据都可以从相关部门获得。

2. 经济学家通常在图表中使用垂直灰长条表示衰退。

第1章

1. 2003年7月11日，《纽约时报》的另一篇商业专栏文章的标题写道：《数据自相矛盾：为何经济学家欲哭无泪》加深了经济数据报道带来的混淆和困惑。

2. 资料来源：Paul A. Samuelson, *Collected Scientific Papers of Paul A. Samuelson*（Cambridge, MA: MIT Press, 1986）。

第4章

1. 美国国家经济研究局（NBER）是这样定义衰退的："衰退指经济活动普遍地显著减少并持续数月以上，通常表现为实际GDP、实际收入、就业、工业生产、批发零售销售等指标的下滑。衰退一般始于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济活动到达峰顶时，止于经济到达谷底之际。从谷底到峰顶，经济处于扩张期，扩张期是经济运行的正常状态。大多数衰退持续时间很短，在近几十年中很少发生。”（Business Cycle Dating Committee, National Bureau of Economic Research, October 21, 2003, http://www.nber.org/cycles/recessions.html）根据“扩张”一词，即使在经济增长末期总产出出现极微小的增加，此时也不算是衰退，因此上述定义在技术上非常精确。然而，该定义与企业和投资者在经济周期中最糟糕阶段和末期所面临的艰难困境，严重不符。

NBER网站留言上人们“经常提出的问题”是：“金融出版物通常将衰退定义为实际GDP连续两个季度绝对下降，这种定义与NBER使用年份数据来确定的衰退之间有什么联系？”网站上的回答是这样的：“大多数用我们的方法测定的衰退的确指实际GDP连续两个或多个季度绝对下降，但不是所有的衰退都如此……我们的方法与使用两个季度确定衰退的标准有几点不同。首先，我们不只考虑经济活动下降持续的时间，也考虑了下降程度有多严重，根据前文定义，下降的严重程度是用以下语言表述的：‘经济活动显著地下滑’；其次，我们使用了一系列指标，而不仅仅是使用GDP来衡量衰退，其中的原因之一是统计部门对GDP数据定期进行重大修正；最后，我们使用按月统计的指标，并列出这些指标变化先后顺序的时间表。”

2. 第10章说明作为消费支出的较好领先指标，实际个人平均单位时间收入的下降提前一年多就一直预示着消费支出将会下滑，而这种预示最终变成了现实。

第6章

1. 还有一种可能性：在某些情况下，第三个序列（序列C）同时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

驱动这两个序列，此时，序列A比序列C的滞后时间较短，而序列B滞后时间较长，因此，序列A领先于序列B变化，这样，序列A看起来像是序列B的领先指标。

2. 据可靠观测，国家橄榄球联合会的球队赢得超级杯奖杯的次数比美国橄榄球联合会多，而股票市场上涨的年份数比下跌时多，这就导致两个事件同时发生的可能性增大。尽管如此，我们仍然将这两个事件之间的关系看成是伪相关！

第7章

1. 衬衫店必须增加5%的订货量来满足正在增加的新消费需求，同时还要加上额外的订货量，使库存保持较高水平，以便满足较高的销售水平。

2. 许多人会注意到，消费者购买的产品和服务中，为数不少是从国外进口的，而这部分产品和服务不会增加国内工业生产。然而，美联储计算的工业生产包含了进口产品的销售。出口和进口之差是贸易余额，每月公布一次。

3. 实际消费支出同比增长率达到谷底时的数值通常为−2%～2%。

4. 还有一个关于传统衰退观点的例子：由于消费支出没有出现绝对下降，许多评论员错误地认为消费支出“支撑了经济”。虽然这句话在某种程度上是对的，但它遗漏了更为重要的一点，即正是2000～2001年消费支出增长放缓首先引起了经济滑坡。

5. 同样，这也存在为出口而扩大生产能力的问题，第2章曾经讨论过类似情况。

6. 气球是资本支出膨胀的最好比喻，20世纪90年代后期的资本支出膨胀就像是被过度吹胀、极可能破裂的气球。然而，扎破气球使其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

爆炸的大头针总是消费支出增长减缓。由于气球被过度吹胀，因此爆炸声更大。

7. 资料来源：Robert L. Heilbroner and Lester C. Thurow, *Economics Explained*（New York: Touchstone, 1998）96-97。

8. 同本章注释7。

第8章

1. 二者关系的模式在1978～1980年间与正常情况不同，但很容易得到解释。尽管20世纪70年代后期消费需求增长放缓，但能源、金属和林产品等开采行业出现了未预期到的价格上涨，这导致这些行业的股票价值明显上升，因为行业内公司的资产价值大幅度增加了。同时，价格的普遍上涨使得各行业产生了提高生产率的需求，受这种要求的推动，高科技股票的表现也异常出色。尽管从整体上看，公司利润呈现出下降态势（见图8-4），股票市场还是上涨了。这是因为，作为"通货膨胀受益者"，这些行业的股票价值急剧增加，这引起了整个股票市场在1978～1980年间上涨，即使消费支出部门和作为非通货膨胀受益者的制造业，它们的大部分股票正处于程度相当的熊市中。类似地，在此之后出现的1981～1982年熊市，其主要原因也是通货紧缩及其引起的通货膨胀受益行业的股票下跌，即使此时消费支出部门和其他一些行业的股票正在上涨。不考虑通货膨胀受益行业股票的异常表现，这一期间，股票价格还是按照图表所描绘的历史上较经典的方式来变化。

2. 这句话出自保罗·萨缪尔森发表于1966年9月16日《新闻周刊》（Newsweek）的一篇文章，市场评论员经常引用或解释这句话，有时说明引用的原因，有时不说明。

3. 参见第6章有关负向背离的讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章

1. 第10章将说明，在美国，消费总支出与个人可支配收入总和大致相等，其中个人可支配收入总和等于扣除个人税收后的个人收入总和。

2. 本书把消费者的消费能力比成一个大池塘，有一股溪流（消费者的个人收入）从上游流入，另一股规模大致等同的溪流（消费支出）从池塘的下游流出。偶尔，由于降雨（股票价格或住房价值上升）或干旱（股票价格或住房价值下降），池塘（消费能力）的水位会变高或变低。然而，下游流出的大部分水流总是来源于上游流入的水流。

3. 资料来源：http://www.conference-board.org/economics/methodology.cfm。

4. 资料来源：密歇根大学的消费者调查，http://www.sca.isr.umich.edu/documents.php?c=i。

第10章

1. 长期以来，储蓄率的波动幅度一直较大。20世纪60～80年代，用个人可支配收入计算的储蓄率通常在6%～12%之间变动，但近20年中，储蓄率又逐渐稳定地下降到1%～4%，并从20世纪90年代末到现在，维持在4%。储蓄率和消费支出增长走势之间在长期不存在重复出现的可预测关系。

2. 这也有一些例外：20世纪90年代中期，消费支出强劲增长，但没有引起通货膨胀上升。直到1998年，通货膨胀率下降，最终随能源价格上涨而结束之前，实际平均单位时间收入增长率一直在上升。

3. 单位时间收入同比增长率上升或下降预示着消费支出增速将到达关键拐点，这种提前警示是否明显、持续时间有多长，在过去40年中随经济周期的不同而存在较大差异。实际收入的同比变化率偶尔会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

短时间地上升而后再下降，尤其是在20世纪80年代后期和90年代初期，但上升和下降的时间从未超过6个月。因而，实际收入增速的短时间变化可能被误认为是预示消费支出增长即将变化的一个信号。使用这些序列预测消费支出的预测人员，必须考虑到这些短时间的虚假信号，但不应该因此而否定这些序列在一般情况下的预测能力。

4. 显然，减税是一种有效的财政政策，在经济严重紧缩期，可以通过影响消费支出来刺激经济，然而，它也是必须慎重使用的一种政策。减税应该被看做是政府借款，而且这种借款只能用于把消费支出的增长率提高到现有水平之上。实际上，这种政策掩盖了正常的经济周期变化，因为它可能导致政府债务大规模增加，以另一种形式让经济付出沉重代价。例如，里根政府两次减税后，美国联邦债务增加到原来的3倍以上，从1981年底的9950亿美元上升到1990年底的32 000亿美元。同样，布什政府在2003年减税以来，美国联邦债务在60 000亿美元左右的基础上，以每年3500亿美元的增速增加。

5. 直到现在，许多观察者仍然没有认识到2000～2002年经济滑坡的真正原因，他们认为这次滑坡是由高科技和互联网泡沫破灭造成的，却忽略了一个事实，即正是消费支出增长放缓引发了经济滑坡，而这在以前的经济周期中也出现过（参见第7章）。

6. 1982～1990年间，实际消费支出同比增长率与实际平均单位时间工资同比增长率之差，在幅度和持续时间上都比正常情况更大或更长。如前文所述，由于实际平均单位时间工资是税前工资，税率变化可能在实质上增加（减税）或减少（增税）二者之差。

7. 1978～1980年间实际单位时间收入和消费支出增长率大幅度下降，股票市场却出现上涨，这种异常现象的解释参见第8章的注释1。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章

1. 20世纪90年代末，消费热潮的结束是这一规则的一个罕见例外。这一时期，消费需求一直强劲增长，而且增长幅度之大、持续时间之长，以至于1998～2000年，当美国出现就业缺口时，就业增长才放缓。类似地，1966年消费支出增长率急剧下降也没有造成就业显著减少，原因在于为了满足越战不断增加的劳动力需求，大量的劳动力被吸纳到迅速增长的军队队伍中。

2. 2003年年中，失业率最终上升到高于6%的水平。

第12章

1. 20世纪90年代后期到21世纪的最初几年，会员银行越来越少地使用到贴现率，2002年12月以后，贴现率不再作为货币体系中利率管理机制的操作对象。出于多种原因，联邦基金利率已经取代贴现率来发挥应有的作用，作为银行间隔夜拆借的利率，联邦基金利率是美联储监控的目标。因此，尽管贴现率曾经作为较好的指标，衡量了美联储制定的基础利率，但是联邦基金利率现在担当了这一角色。本章的图表在1960～2000年间使用了贴现率，之后只采用联邦基金利率。

2. 图12-2中，贴现率或联邦基金利率与前一年相比的变化量（虚线）使用的单位是基本点（通常，在利率的有关术语中，100个基本点＝1.0%）。比如，当前的贴现率或联邦基金利率为4.5%，而前一年为3.0%，则虚线上的点沿曲线下滑了150个基本点；如果贴现率或联邦基金利率与前一年相比上升了250个基本点，曲线上的点在图表中的位置变低了，因为右坐标是倒转的，相应地，消费支出增长率下降，实线上的点位置也变低。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3. 美联储还有两种重要的操作工具，即调控货币供给和调整法定准备率，二者都会影响经济中的货币量，从而影响银行向消费者和企业发放的贷款量。

4. PCE平减指数是GDP中消费支出的价格平减指数，在本质上和消费价格指数相同。

第13章

1. S&P500指数在2005年4月15日达到1143点，按照2005年S&P500指数每股收益为71美元计算，市盈率为16倍。

第14章

1. 美联储理事会的托马斯·劳巴赫于2003年5月发表了一篇题为《预测赤字和债务对利率的影响：新的证据》的论文，他指出："预算赤字与GDP的比率每上升1个百分点，利率将上升25个基本点左右；预算债务与GDP的比率每上升1个百分点，利率将上升约4个基本点。"

2. 根据美联储定义，**国内非金融债务总额**指经济中美国国内非金融部门在信贷市场上持有的债务。这一定义不包括信贷机构、联邦政府所属的抵押贷款机构以及私人金融机构等金融机构持有的债务，也不包括应收账款、用于买卖证券的贷款以及权益资金，但是包括债务证券、抵押贷款、银行贷款、商业票据、消费信贷以及政府向非金融部门发放的贷款。

3. 家庭持有的债务还包括个人信托机构和非营利机构持有的债务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章

1. 月度数据可以从美联储的网站www.federalreserve.gov/releases上获取。

2. 相关数据可以从全美地产经纪商协会的网站www.realtor.org上获取。

3. 包括沃尔玛折扣店和购物广场的食品销售额，其中，食品销售额占总销售额的一半左右。这略微高估了GAF店零售销售总额，因为GAF店零售销售总额主要统计非食品的销售额。据估计，2004年沃尔玛的食品销售额为540亿美元，除去这一数值后，沃尔玛的日用百货销售额约为1380亿美元，占全美GAF店零售销售总额（除去沃尔玛食品销售额后的数值）的14%，其中全美GAF店零售销售总额达9530亿美元。

附录A

1. 这里有两个假设：（1）新增借款指扣除偿还款项后的净值；（2）约翰将用光所有的净（税后）工资和借款，对大多数中低收入消费者而言，这个假设成立。

2. 需要强调的是，在图2-1中，就业到消费借款的箭头代表次要因果关系。

附录D

1. 使用www.AheadoftheCurve-theBook.com网站上的URL获取数据来自己绘制图表的读者，应该注意自己绘制的图表与本书图表的差异。这是因为，政府部门等发布数据的机构对原始数据进行了统计处理，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“重新构建了一个数据库”。20世纪80年代初，公布的数据显示，领先和滞后指标在峰顶和谷底间的时差十分明显，此后5～10年内也是如此。然而，在接下来的几年中，公布的数据表明，领先和滞后的时差同时缩短或者消失了，造成这种现象的原因正是，相关机构对外公布的数据是它们对原始数据进行统计处理后的新数据。换言之，在相关机构的处理过程中，一些重要的时间顺序被完全“平滑”了。

我很早就认识到保存5～10年原始数据的重要性，始终坚持根据原始数据计算与前一年相比的变化率，并在此基础上用图表描绘因果关系，然后，在相关机构公布新数据时，再进一步分析这些数据。

美国经济分析局声称，对原始数据的统计处理不会改变被处理序列的变化率，但是，事实并非如此，至少本书在计算与前一年相比的变化率，并据此绘制所有图表时，情况就不是这样的。专业统计工作人员也许认为这种统计处理是完美无缺的，但它却给数据的实际使用者带来负面影响。如果根据原始数据，序列A和B在当时及随后的5～10年中一直存在明显的领先和滞后因果关系，而对这10年或更长时间的数据进行处理后，处理后的数据却表明它们之间的这种关系消失了，这显然是不合逻辑的。

对原始数据的这种统计处理影响了本书中的经济数据序列，尤其受影响的有：（1）实际个人消费支出和实际资本支出，根据处理后的数据，它们在20世纪七八十年代的最初几年存在明显的领先或滞后因果关系，但在接下来的10年中，这种关系却消失了；（2）美国商务部的GAF店零售销售数据。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

参考文献

Achuthan, Lakshman, and Anirvan Banerji. *Beating the Business Cycle*. New York: Currency Books, 2004.

Carnes, W. Stansbury, and Stephen D. Slifer. *The Atlas of Economic Indicators*. New York: HarperCollins, 1991.

Cassidy, John. "The Decline of Economics," *New Yorker*, December 2, 1996.

Clements, Michael, and David Hendry. *Forecasting Economic Time Series*. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.

De Rooy, Jacob. *Economic Literacy*. New York: Three Rivers Press, 1995.

Garnett, Robert F., Jr. *What Do Economists Know?* New York: Routledge, 1999.

Goldman, Sachs & Co. "Retail Economic Indicators," 1975–2003.

Granger, C. W. J., and Paul Newbold. *Forecasting in Business and Economics*. San Diego, CA: Academic Press, 1989.

Heilbroner, Robert L., and Lester C. Thurow. *Economics Explained*. New York: Touchstone (Simon & Schuster), 1998.

Hopkins, Peter J. B., and C. Hayes Miller. *Country, Sector, and Company Factors in Global Equity Portfolios*. Charlottesville, VA: Association for Investment Management and Research, 2001.

Keen, Steve, *Debunking Economics: The Naked Emperor of the Social Sciences*. New York: St. Martin's Press, 2002.

Keynes, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. New York: Harcourt, 1991.

Laubach, Thomas. "New Evidence on the Interest Rate Effects of Budget Deficits and Debt," Federal Reserve Board, Finance and Economics Discussion Series, May 2003.

Lipsey, Richard G., and Paul N. Courant, *Economics*. New York: HarperCollins College Publishers, 1996.

Malkiel, Burton G. *A Random Walk Down Wall Street*. New York: W.W. Norton, 1996.

Mankiw, N. Gregory. *Macroeconomics*. New York: Worth Publishers, 1992.

Mauldin, John. *Bull's Eye Investing*. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2004.

Ormerod, Paul. *The Death of Economics*. New York: St. Martin's Press, 1995.

Samuelson, Paul A. *Economics*. New York: McGraw-Hill, 1970.

Stein, Ben, and Phil DeMuth. *Yes, You Can Time the Market!* Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, Inc., 2003.

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

AHEAD OF THE CURVE

译者后记

当今社会中，人们对资本市场、股票和利率等相关问题的关注日益强烈，并在各环节上积极地参与经济活动，渴望分享到经济增长的成就。一方面，人们在这个过程中认识到把握经济走势和股票市场走向的重要性，从而试图通过了解各种信息、采用多种方法来预测未来经济和投资前景，但很难找到行之有效的方法；另一方面，虽然经济学和投资学应实际的需求发展了很多重要的方法，但是理论家通常使用标准的学术语言描述它们，这种表达方式造成普通读者难以理解学术界提出的预测方法，因而无法直接将其运用于投资和企业经营。这样，理论和实践之间出现了断层，投资者和企业经营者迫切希望找到一种有效、操作性强、相对简单的预测方法。

因此，当我收到机械工业出版社华章公司的编辑寄来的约瑟夫 H. 埃利斯的本书英文原书，试译了一章以后，立即被书中的内容所吸引，确信这本书提出的预测方法具有很强的实用性，可以被人们广泛运用于投资和经营，深感很有必要将它翻译出来，让更多的投资者和企业经营者了解并分享约瑟夫 H. 埃利斯这位连续18年被《机构投资者》杂志评为华尔街第一零售业分析师的从业30多年的宝贵经验。

与国内关于投资和预测的其他著作相比，本书的特点集中体现在三个方面。首先，以一个全新的视角，考察了各经济指标间的相互关系，作者将经济指标放在历史背景中加以分析，特别强调这些经济序列在每轮经济周期中出现的时间顺序和呈现的因果关系，及其对预测经济和股票市场走向的重要性；其次，纠正了传统经济分析的错误，使用新的ROCET方法代替传统的对经济数据绝对上升与下降的分析，据此分析了经济序列的因

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果关系，重新界定经济衰退，使预测尽可能早地“走在曲线之前”；最后，利用大量的图表使概念和方法便于理解，读者无须掌握复杂的数学工具就能容易地学会这些方法，将其运用于实践。图表多是本书的一个突出特点，作者重视使用图表这种简单、实用的工具来分析经济数据。全书贯穿着大量与消费支出、工业支出、工业生产、收入等经济指标相关的图表，做到了图文并茂。这样处理不仅能生动地表述本书的内容，易于理解，更能使普通读者在较短时间内掌握并运用本书提出的方法。

本书的翻译出版是集体努力的成果。大连理工大学经济系的黄大鹏、于涛、陈焕、史晓芳、李怡霄和潘小飞参与了翻译，提供了本书的初稿，黄大鹏和于涛还参与了部分章节的校对。我对初稿进行了大篇幅的修改，甚至是重译，并进行了审校和推敲，以保证整本书译文准确、前后术语统一、行文风格一致，并尽量做到在忠实原文的基础上，使语言表达符合中文习惯，同时内容又具有较高可读性。

在此，我衷心感谢所有翻译人员付出的辛勤劳动，也感谢经济系主任原毅军教授，正是通过他，我才能与机械工业出版社有了这次合作，将这本好书呈献给广大读者。我还要感谢机械工业出版社的编辑们，他们的细致和耐心深深地打动了我。由于水平所限，翻译难免有不当之处，恳请读者批评和指正，我的E-mail是renshuming@tom.com。

任曙明

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上一版读者热评



豆瓣

阅读这本书前，我一直认为股票市场是无法预测的。所以，只好用最笨的方法来投资：市场上到处都是便宜货时出来扫一点儿，耐心持有，直到贵得令人无法忍受。

阅读这本书，并不会让我改变自己的操作方法。但是，这本书可以帮助我更加坚定地在底部区域耐心持有，而不会受到市场情绪的干扰。

——投资事大，预则赚，不预则赔

好的书就应该是简单的书，告诉你一个分析的思路，结果不重要，关键是怎么分析。说实话，看完这本书，一直困扰我的一些问题清晰了，我已经知道该怎么做了。从调整我的股票头寸开始做起。

——简单的逻辑，清晰的思路

当当

兵无常势，水无恒形。看了这本书，我们也不能预测眼前这场经济危机将如何发展。

至少它提供我们一种思考的方法，可以使我们尽可能避开专家的信口雌黄和媒体的狂轰滥炸。

——值得看看

用一种辩证的方法寻找经济波动的先行指标，从而大概率地判断经济波动，避免站在山顶而不知。

——独具慧眼，抓紧主流

卓越

顺着作者的思路阅读，从提出问题到形成结论，很畅快。锻炼思维，并且很有启发性。通常国内讨论问题总是从供给的角度，作者这里是纯粹的需求角度，很好！

——推荐

客服热线：
(010) 88379210, 88361066
购书热线：
(010) 68326294, 88379649, 68995259
投稿热线：
(010) 88379007
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 http://www.hzbook.com

网上购书：www.china-pub.com



定价：39.00元